

## تمهيد

أدى تراجع الاعتماد على السوق النقدية لتمويل العمليات الاستثمارية والتمويلية في الاقتصاد إلى التوجه مباشرة إلى أسواق الأوراق المالية وبطريقة مباشرة لسد هذه الاحتياجات، ونظرا لتسارع عمليات الابتكار المالي في أدوات وطرق التمويل والتحول إلى عولمة الأسواق المالية واندماجها ساعد على ضخامة حركة رؤوس الأموال وسرعة تدفقها من بلد إلى آخر، إلا أن التعامل في هذه الأسواق وفي ظل متغيرات البيئة الجديدة زاد من المخاطر المصاحبة لهذه المتغيرات التي تتحول إلى أزمات مالية على مستوى أسواق الأوراق المالية بل أحيانا تمتد لتشمل النظام المالي بكامله.

ونظرا لعمليات الاندماج المالي أصبح نقل عدوى الأزمات يسيرا عبر الأسواق العالمية وبالتالي التأثير على الاقتصاد العالمي، وتعتبر تداعيات الأزمة المالية العالمية 2008 على المستوى العالمي من أهم ما نتج عن عمليات عولمة أسواق الأوراق المالية.

ونحاول في هذا الفصل التعرف على أسباب وجذور الأزمة المالية العالمية 2008 بصفتها أحد أهم أزمات عولمة الأسواق المالية، وسوف يختص بدراسة أسواق الأوراق المالية الدولية والتي تتركز معظمها في الدول المتقدمة وتجربتها في ظل الأزمة، حيث تعتبر هذه الأسواق هي مسار انطلاق أي ابتكار أو تجديد يتعلق بتلك الأسواق، وفي نفس الوقت نقطة انتشار للآزمات والاضطرابات المالية إلى دول العالم الأخرى، وفي هذا الإطار تم تقسيم هذا الفصل إلى أربعة مباحث حيث جاء المبحث الأول ليتناول ماهية الأزمات المالية أما المبحث الثاني تطرق إلى الأزمة المالية العالمية 2008، كما تم التعرف على أهم أسواق الأوراق المالية الدولية في المبحث الثالث أما تداعيات الأزمة المالية العالمية 2008 على أسواق الأوراق المالية الدولية خصص لها المبحث الرابع.

### المبحث الأول: ماهية الأزمات المالية

إن ظاهرة تكرار وانتشار عدوى الأزمات المالية في مختلف الاقتصاديات العالمية، يشكل ظاهرة مثيرة للاهتمام وذلك لما ينتج عنها من آثار حادة وخطيرة تشكل تهديدا على النظم السياسية والاجتماعية والاقتصادية خاصة، وبفعل سياسات الانفتاح المالي على الخارج الذي اتخذته معظم الدول ساعد على نقل عدوى هذه الأزمات بين دول العالم، ونظرا لطبيعة الأزمات المالية وارتباطها بكافة الأنشطة المالية والنقدية وغيرها، خصصنا هذا المبحث لتحديد مفاهيم الأزمات المالية وأنواعها وأسباب نشوؤها.

### المطلب الأول: مفهوم الأزمات المالية

أصبح مفهوم الأزمة المالية مصطلح واسع الانتشار وكثير التداول، إذ أنها ليست ظاهرة حديثة لكن هي مزاولة للنظام الرأسمالي منذ ظهوره، غير أن هناك الكثير من العوامل والمتغيرات التي ظهرت حديثة وهي من أهم مسببات الأزمات المالية ومن بينها الابتكارات المالية، والاندماج الاقتصادي العالمي.

### أولا: تعريف الأزمة المالية

ظهر مصطلح الأزمة في علم الطب الإغريقي حيث استخدم للدلالة على وجود نقطة تحول مهمة في تطور المرضى يتوقف عليها شفاء المريض أو هلاكه، وفي القرن السابع عشر استخدم مصطلح الأزمة للدلالة على ارتفاع درجة التوتر في العلاقات بين الدولة والكنيسة، وفي القرن التاسع عشر استخدم للدلالة على ظهور مشاكل خطيرة في تطور العلاقات السياسية والاقتصادية

والاجتماعية، وفي القرن العشرين أصبحت الأزمة تعبر عن حدوث خلل خطير ومفاجئ في العلاقة بين العرض والطلب.<sup>1</sup>

توجد العديد من التعاريف المتعلقة بالأزمة ومن أهمها نذكر:

إن الأزمة هي عبارة عن التغير المفاجئ الحاد الأثر الذي يحدث بسبب متغيرات متصلة في القوى، ويكون من نتائجها انهيار التوازن.<sup>2</sup>

كما عرفت دائرة معارف العلوم الاجتماعية عام 1937 الأزمة بأنها حدوث خلل خطير ومفاجئ في العلاقة بين العرض والطلب في السلع والخدمات ورؤوس الأموال.<sup>3</sup>

الأزمة هي لحظة حرجية وحاسمة تتعلق بمصير الكيان الإداري الذي أصيب بها، مشكلة بذلك صعوبة حادة أمام متخذ القرار تجعله في حيرة بالغة.<sup>4</sup>

ويمكن القول أن الأزمة هي وقوع حدث مفاجئ وله آثار سلبية وحادة على الأصل موضوع الأزمة سواء كان دولة، مؤسسة، مشروع أو قطاع اقتصادي معين " يحدث بسبب عدة متغيرات دون وجود وقت كافي للتعامل مع هذه المتغيرات والظروف المسببة للأزمة.

إن مفهوم الأزمة يتضمن ثلاث عناصر أساسية، والتي يوضحها الشكل الموالي مجتمعة، وهي<sup>5</sup>:

- عنصر المفاجأة: حيث تتصاعد الأحداث على نحو مفاجئ " متخذ القرار".
- عنصر ضيق الوقت أو ضغط الوقت: يعني أن الوقت المتاح يقيد التصرف.
- عنصر التهديد للقيم والمصالح الأساسية والأهداف التي تحتل أولوية بالغة بالنسبة لمتخذ القرار.

### الشكل رقم (14): العناصر الأساسية للأزمة

#### ضيق الوقت

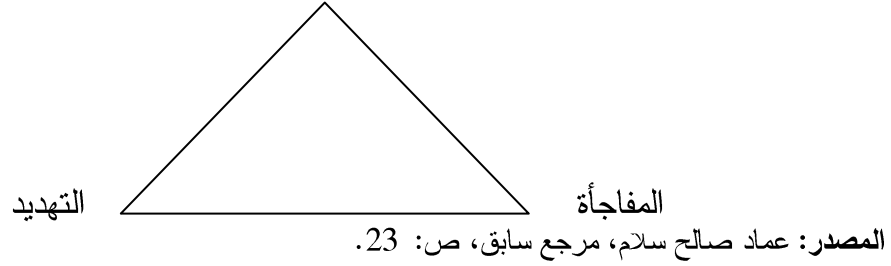
<sup>1</sup> مراد ناصر، الأزمة المالية العالمية " الأسباب، الآثار وسياسات المواجهة"، مداخلة مقدمة للملتقى الدولي حول الأزمة المالية الاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية " السياسات والاستراتيجيات البديلة لعلاج الأزمة المالية والاقتصادية، جامعة سطيف، الجزائر، 21 و 21 أكتوبر 2009، ص: 52.

<sup>2</sup> عماد صالح سلام، إدارة الأزمات في بورصات الأوراق المالية العربية والعالمية والتنمية المتواصلة، شركة ابوظبي للطباعة والنشر والتوزيع، ابوظبي، 2002، ص: 21.

<sup>3</sup> محمود جاد الله، إدارة الأزمات، دار أسامة، الأردن، 2008، ص: 8.

<sup>4</sup> محسن احمد الخضير، إدارة الأزمات، مكتبة مديولي، لم تذكر بلد النشر و سنة النشر، ص: 53.

<sup>5</sup> عماد صالح سلام، مرجع سابق، ص: 23.



### ثانيا: خصائص الأزمات المالية

مهما اختلف نوع وطبيعة الأزمات إلا أنها تشترك في الخصائص التالية<sup>1</sup>:

- المفاجأة العنيفة عند انفجارها واستقطابها بكل اهتمام من المؤسسات والأفراد.
- التعقيد والتشابك والتداخل والتعدد في عناصرها وعواملها وأسبابها والقوى المؤيدة والمعارضة لها.

- نقص المعلومات وعدم وضوح الرؤيا لدى متخذ القرار وما يؤدي به هذا إلى الاتجاه مجهول أخطار الأزمة أو حجمها.

- سيادة حالة من الخوف من المجاهيل التي يضمها إطار الأزمة.

وبعد التعرف على مفهوم الأزمة يمكن التوصل إلى معرفة الأزمة الاقتصادية ومن ثم

المالية، حيث عرفت الأزمة الاقتصادية على أنها " اضطراب فجائي يطرأ على التوازن الاقتصادي في بلد ما أو عدة بلدان، وهي تطلق بصفة خاصة على الاضطراب الناشئ عن اختلال التوازن بين الإنتاج والاستهلاك<sup>2</sup>."

أما الأزمة المالية هي حالة تمس أسواق البورصة وأسواق الائتمان لبلد معين أو مجموعة من البلدان، وتكمن خطورتها في آثارها على الاقتصاد مسببة بدورها أزمة الاقتصاد ثم انكماش اقتصادي عادة ما يصاحبها انحصار القروض وأزمات السيولة والنقدية وانخفاض في الاستثمار وحالة من الذعر والحذر في أسواق المال<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> محسن احمد الخضير، مرجع سابق، ص: 54 ، 55.

<sup>2</sup> على فلاح المناصير، وصفي عبد الكريم، الأزمة المالية حقيقتها، أسبابها، تداعياتها وسبل العلاج، الموقع الإلكتروني:

<http://boulemkahel.yolasite.com/resources>, le : 18/ 08/ 2011, 15 :30.

<sup>3</sup> الداوي الشيخ، الأزمة المالية العالمية، انعكاساتها وحلولها، مداخلة مقدمة إلى مؤتمر حول الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي، جامعة الجنان، لبنان، 13 و 14 مارس 2009 ، ص: 3.



كما تعرف الأزمة المالية على أنها تلك التذبذبات التي تؤثر كلياً أو جزئياً على مجمل المتغيرات المالية، حجم الإصدار، أسعار الأسهم والسندات وكذلك اعتمادات الودائع المصرفية ومعدل الصرف، وهذا الاختلاف في تقدير الظواهر الخاصة بالارتفاع والانخفاض يستلزم فترة طويلة لتفسيرها.<sup>1</sup>

وعادة ما تحدث الأزمات المالية بصورة مفاجئة نتيجة لأزمة ثقة في النظام المالي سببها الرئيسي هو تدفق رؤوس أموال ضخمة للداخل يرافقها توسع مفرط وسريع في الإقراض دون التأكد من الملاءة الائتمانية للمقترضين، وعندها يحدث انخفاض في قيمة العملة، مؤدياً إلى حدوث موجات من التدفقات الرأسمالية إلى الخارج.<sup>2</sup>

فالأزمة المالية هي انهيار مفاجئ في سوق الأسهم وفي عملة دولة ما، أو في سوق العقارات أو مجموعة من المؤسسات المالية، لتمتد بعد ذلك إلى باقي الاقتصاد، ويحدث مثل هذا الانهيار المفاجئ في أسعار الأصول نتيجة انفجار " فقاعة سعرية " مثلاً، والفقاعة المالية أو السعرية، أو فقاعة المضاربة كما تسمى أحياناً هي بيع وشراء كميات ضخمة من نوع أو أكثر من الأصول المالية أو المادية كالأسهم أو المنازل بأسعار تفوت أسعارها الطبيعية أو الحقيقية.<sup>3</sup> إن أزمة البورصة تعرف على أنها سقوط حاد للمؤشرات غير أن هذا السقوط يمكن أن يكون أقل قوة ولكن يدوم لفترة طويلة.<sup>4</sup>

إن الأزمات المالية التي تصيب النظام الرأسمالي تحديداً في شقه المالي تعتبر إلى حد كبير أزمة ثقة فعند توفر فوائض مالية تقوم البنوك والمؤسسات المصرفية بالإفراط في تقديم قروض وعند عدم قدرتها على استرجاعها يبدأ الخلل يصيب هذه المؤسسات والتي تؤدي إلى انتقال هذا الأثر السلبي إلى الأسواق المالية، والذعر الذي يصيب المتعاملين إلى البورصات باعتبار أن البنوك

<sup>1</sup> حرفوش سهام، إيمان صحراوي، دور الأساليب الحديثة لإدارة المخاطر الائتمانية للبنوك في التخفيف من حدة الأزمة المالية الحالية ، مداخلة مقدمة للملتقى الدولي حول الأزمة الاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية " السياسات والاستراتيجيات البديلة لعلاج الأزمة المالية والاقتصادية، مرجع سابق، ص : 589، 590 .

<sup>2</sup> أسماء دردور، نسرين بن الزاوي، الأزمة المالية الحالية ومستقبل العولمة المالية ، مداخلة مقدمة للملتقى الدولي حول الأزمة الاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية " السياسات والاستراتيجيات البديلة لعلاج الأزمة المالية والاقتصادية، مرجع سابق، ص: 168 .

<sup>3</sup> فريد كورتل، الأزمة المالية العالمية وأثرها على الاقتصاديات العربية، الموقع الإلكتروني :

<http://www.jinan.edu.lb/Conf/Money/1/kourtel.pdf> le 18/ 08 / 2011, 15 : 53.

<sup>4</sup> Philippe Spieser, *la Bourse*, Vuibert, paris, 2004 , 2<sup>em</sup> édition, P 348.

تعد احد أهم المتدخلين في البورصة بصفة وسطاء ماليين كمؤسسات تطرح أسهمها للتداول، ومن هنا يمتد أثر إفلاس هذه البنوك على أسعار الأصول المالية المتداولة في البورصة كما يمتد إلى باقي المؤسسات المالية الأخرى وحتى القطاعات الباقية في الاقتصاد.

### المطلب الثاني: أنواع الأزمات المالية وأسبابها.

نظرا لاختلاف وتعدد أنواع الأزمات المالية والاقتصادية يمكن التمييز بين عدة أنواع كما تتعدد الأسباب التي ينتج عنها أزمات مالية، وهو ما سوف نتطرق إليه في هذا المطلب.

أولا: أنواع الأزمات المالية: وهي كما يلي:<sup>1</sup>

**1- أزمة عملة:** أو ما يسمى بأزمات سعر الصرف أو أزمات النقد الأجنبي، يحدث هذا النوع من الأزمات عندما تتعرض عملة بلد ما إلى إحدى هجمات المضاربة مما يؤدي إلى انخفاض كبير، أو إلى إكراه السلطات الحكومية لهذا البلد على الدفاع عن عملتها عن طريق إنفاق جانب كبير من احتياطياتها الدولية أو عن طريق رفع أسعار الفائدة عليها بشكل حاد. ويميز المحللين بين أزمات العملة ذات الطابع القديم، وهي التي تبلغ ذروتها بعد فترة الإفراط في الإنفاق والارتفاع الحقيقي في قيمة العملة التي تؤدي إلى إضعاف الحساب الجاري غالبا في سياق الضوابط المتزايدة على رأس المال، مما يؤدي في النهاية إلى تخفيض قيمة العملة، أما الأزمات المالية ذات الطابع الجديد فتركز على القلق الذي ينتاب المستثمرين في مناخ الأسواق المالية الأكثر تحررا وتكاملا على الضغط السريع على سعر الصرف.

**2- أزمات مصرفية (ائتمانية):** وهي نوع من الأزمات يتعرض فيه البنك أو عدد من البنوك إلى تدافع شديد من جانب المودعين لسحب ودائعهم مع عدم القدرة على مواجهة طلبات السحب، مما

<sup>1</sup> حروفش سهام، إيمان صحراوي، دور الأساليب الحديثة لإدارة المخاطر الائتمانية للبنوك في التخفيف من حدة الأزمة المالية الحال، مقممة للملتقى الدولي حول الأزمة المالية الاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية " السياسات والاستراتيجيات البديلة لعلاج الأزمة المالية والاقتصادية، مرجع سابق، ص ص : 590، 591.

يرغم الحكومة على التدخل بتقديم دعم مالي واسع النطاق للبنوك، وتميل الأزمات المصرفية إلى الاستمرار وقتاً أطول من أزمات العملة، وتستخدم المعايير التالية للتعرف على الأزمة المصرفية والمتمثلة في:

- نسبة القروض المدومة إلى مجموعة القروض تتجاوز 10 % .
  - إذا تجاوز حجم الإصلاح أو عملية الإنقاذ 2 % من الناتج المحلي الإجمالي.
  - إذا نتج عن الأزمة تأمين بعض البنوك.
  - هناك حالة هستيرية بنكية متمثلة في تسيير كبير للودائع من قبل المودعين مما يستدعي تدخل السلطات من خلال تجميد الودائع وإغلاق البنوك أو تعميم تأمين القروض.
- 3- أزمات مديونية خارجية: تعني عدم قدرة بلد ما أو مجموعة من البلدان على خدمة ديونها الخارجية.

4- أزمات مالية شاملة: وهي أزمات تتميز باضطرابات شديدة في الأسواق المالية تضعف من قدرتها على أن تعمل بكفاءة، وتؤدي إلى آثار غير مواتية بالنسبة للاقتصاد الحقيقي، ويتضمن هذا النوع من الأزمات المالية الشاملة صور مختلفة من الأزمات أهمها:

أ- أزمة سيولة: هي غالباً ما تنتج عن الاندفاع نحو سحب الودائع من البنوك ويمكن التغلب عليها إذا كانت تتعلق ببنك واحد، حيث يستطيع في هذه الحالة بيع بعض أصوله للبنوك الأخرى للحصول على السيولة اللازمة، أما إذا كان التزام على سحب الودائع مثل ظاهرة عامة تتعلق بكل النظام المصرفي، فإن تنافس البنوك على التصرف في أصولها ومحاولة تسهيلها يؤدي إلى انهيار قيمتها، ومن ثم تتحول مشكلة السيولة إلى مشكلة عدم القدرة على الوفاء بالالتزامات .

ب- أزمة التوقف عن الوفاء بالالتزامات: وتنتج عن اختلال الهياكل

التمويلية للمشروعات وعدم توافق هيكل الاستحقاق بين أصول وخصوم البنوك، ومحدودية رؤوس أموالها، وحينما تتعرض المشروعات والبنوك للتعثر وتصبح على وشك التوقف عن الوفاء بالالتزاماتها، فإنها تميل إلى

الدخول في مجالات استثمار تتسم بالمغامرة وارتفاع درجة المخاطر على أمل الحصول على عوائد مرتفعة بدلا من الدخول في مجالات استثمار آمنة منخفضة العوائد، وفي معظم الأحيان ينتهي بها هذا السلوك للإفلاس.

ج- أزمة انفجار فقاقيع الأصول: "أزمة أسواق المال" : تكون نتيجة

ارتفاع أسعار الأصول ارتفاعا شديدا بسبب هجوم مضاربي عنيف لاعتماد المضاربين أنهم بعيدين عن مخاطر انهيار السوق لتحقيقهم مكاسب رأسمالية كبيرة تؤمنهم ضد هذه المخاطر، لكن بمجرد عودة أسعار الأصول إلى قيمتها الحقيقية يحدث الانهيار "وتحدث الأزمات في أسواق المال نتيجة ما يعرف اقتصاديا بظاهرة (الفقاعة) والتي تحدث عندما يرتفع سعر الأصل بشكل يتجاوز قيمته العادلة نتيجة شدة المضاربة، ويكون الهدف من شراء هذا الأصل هو الربح الناتج عن ارتفاع سعره وليس بقدرة الأصل على توليد الدخل، ولكن بمجرد عودة أسعار الأصول إلى قيمتها الحقيقية يحدث الانهيار وتصل إلى أدنى مستوياتها يرافق ذلك حالات من الذعر والخوف فيمتد أثرها نحو أسعار الأصول الأخرى سواء في نفس القطاع أو قطاعات أخرى<sup>1</sup>.

5- أزمة استراتيجيات وقف الخسائر: ينتج هذا النوع من الأزمات عن استخدام ممارسات معينة من جانب التجار والمضاربين لتنظيم عمليات بيع وشراء الأوراق المالية، حيث يصرون أوامرهم للسماسة

بالبيع أو بالشراء عند أسعار معينة فإذا ما انتشرت هذه الممارسات، فإن انخفاض الأسعار قد يتفاقم بشكل ضخم نتيجة هذه الممارسات.

<sup>1</sup> فريد كورتل، الأزمة المالية العالمية وأثرها على الاقتصاديات العربية، مرجع سابق.

ويمكن التمييز بين عدة خصائص تميز كل نوع من الأنواع السابقة وتعتبر كمعايير يمكن من خلالها التعرف على الأزمات وخاصة أزمات العملة والأزمات المصرفية، وهذه الخصائص هي<sup>1</sup>:

أزمة العملة هي انخفاض شديد في القيمة الاسمية للعملة، إن هذا المعيار أولاً يتضمن الحالات التي تتعرض فيها العملة لضغوط شديدة، لكن تتدخل السلطات الحكومية للدفاع عنها عن طريق تدخلها المكثف في سوق الصرف الأجنبي، أو عن طريق رفع أسعار الفائدة أو أي وسيلة أخرى، وقد تم تطوير معيار آخر عبارة عن مؤشر على الضغوط المضاربة يأخذ في اعتباره تغيرات سعر الصرف، تحركات الاحتياطات الدولية وتحركات أسعار الفائدة التي يمكن أن تمتص أو تلتطف الضغوط التي تتعرض لها العملة.

أما الأزمات المصرفية فهي أكثر صعوبة في التعرف عليها عملياً، إما بسبب طبيعة المشكلات المصرفية ذاتها أو بسبب نقص المعلومات المتاحة بشأنها فالاندفاع نحو البنوك لسحب الودائع غالباً ما يكون نتيجة للمشكلات المصرفية لا سبب لها، كما أن هذه المشكلات وما ينتج عنها من أزمات غالباً ما تكون ناتجة عن ممارسات تتعلق بجانب أصول البنوك (الاستخدامات) وليس بجانب الخصوم (الموارد).

#### ثانياً: أسباب الأزمات المالية:

رغم اختلاف الأزمات المالية وتعدد مداهم واختلاف مداهم الزمني وتأثيراتها إلا أن هناك جملة من العوامل والأسباب التي تجتمع لتؤدي إلى حدوث أزمة مالية على مستوى البورصة من أهمها؟

- المتغيرات الدولية من الكوارث والحروب والأزمات الاقتصادية والحروب التجارية.

<sup>1</sup> أحمد يوسف الشحات، الأزمات المالية في الأسواق الناشئة مع إشارة خاصة لأزمة جنوب شرق آسيا، دار النيل للطباعة والنشر، مصر، 2001، ص: 16، 17.

<sup>2</sup> فريد النجار، البورصات والهندسة المالية، مرجع سابق، ص: 207.

- المتغيرات المحلية في معدلات التضخم " أسواق السندات " وأسعار الصرف " أسواق العملات الحرة " وأسعار الأسهم وتغيرات أسعار الفائدة.

- التغيرات التكنولوجية مثل المنتجات الجديدة والاختراعات وتحول الطلب على المنتجات والخدمات وهياكل محفظة الاستثمار.

- الإشاعات والمعلومات غير المؤكدة وغير الحقيقية .

- المضاربات الغير المحسوبة.

كما تعددت النظريات المفسرة لظهور الأزمات المالية باختلاف أنواعها، فميزت الدراسات الاقتصادية بين عدة نظريات أهمها<sup>1</sup>: نظرية مينسكي، الذي يلقي المسؤولية على النظام الرأسمالي لأن القطاع المالي فيه عامة يتسم بالهشاشة وتختلف درجة الهشاشة باختلاف المرحلة التي يمر بها الاقتصاد من مراحل الدورات الاقتصادية، ومن ثم تزيد خطورة حدوث أزمة في ذلك القطاع على الاقتصاد ككل، وتفسر هذه النظرية الأزمات المالية أنه بعد مرور الاقتصاد بمرحلة الكساد، وتفضل الشركات تمويل أنشطتها بحرص وعدم تحمل مخاطر كبيرة في تعاملها مع القطاع المالي، وهو ما يسمى " بالتمويل المتحوط "، وعند مرحلة النمو تبدأ الشركات تتفاعل وتتوقع ارتفاع الأرباح ومن ثم تبدأ في الحصول على التمويل والتوسع في الاقتراض على قدرتها على سداد مستقبلا دون مشاكل، وتنتقل بذلك التوقعات التفاضلية على القطاع المالي ويبدأ المقرضون في التوسع في الإقراض دون تحوط كاف أو التأكد من قابلية استرداد هذه القروض مجددا وهذا بناء على الأرباح المتوقع تحقيقها من الشركات المقترضة، ومن هنا يكون الاقتصاد قد تحمل مخاطر بشكل معنوي في نظام الائتمان، وفي حالة تعرض أي شركة لمشكلة أو أزمة يبدأ القطاع المالي يتأثر بالخطر مما يؤثر على قابليته على الإقراض هذا ما يؤثر على معظم الشركات الأخرى على سداد التزاماتها، فتبدأ أزمة مالية والتي قد لا يتمكن ضخ أموال في الاقتصاد من حلها.

ومن التفسيرات الحديثة للأزمة المالية ما طرحته نظرية المباريات تحت ما يعرف "

مباريات التنسيق بين اللاعبين في الأسواق المالية " إذ تؤكد أدوات التحليل الاقتصادي على وجود

<sup>1</sup> عبد الله شحاتة، الأزمة المالية " المفهوم والأسباب "، الموقع الإلكتروني:

<http://www.pidegypt.org/download/forum-papers/14.pdf>, le : 17/09/2011, 22 :50.

علاقات موجبة بين القرارات التي يتخذها المتعاملين الاقتصاديين " المضاربون المستثمرون... " فقد يكون قرار المستثمر في كثير من الأحيان باتخاذ الاتجاه الذي يتوقع هذا المستثمر الآخرين أن يتخذوه، بمعنى قد يكون قرار شراء أصل ما، بناء على التوقع بأن قيمة ذلك الأصل ستزداد، وأن له القدرة على توليد دخل مرتفع، بينما في أحيان أخرى قد يتخذ المستثمر القرار ذاته نظرا لتوقعه قيام المستثمرين الآخرين باتخاذ ذات القرار<sup>1</sup>.

### المطلب الثالث: مؤشرات الحيلة والحذر من الأزمات المالية

هناك مجموعة من المؤشرات التي تستخدم للدلالة على إمكانية التعرض للأزمة المالية من خلال جملة من المتغيرات الاقتصادية التي تحدد في إطارها، كما توجد العديد من الجوانب في سوق الأوراق المالية سواء من حيث طريقة عملها أو كفاءتها أو المتعاملين بها، أو المستجدات التي تدخل عليها، حيث يمكن لهذه العوامل أن تكون سببا في حدوث أزمة داخل هذه أسواق، وهذا ما سوف نوضحه في هذا المطلب.

اذ توجد مجموعة من المؤشرات الدالة على مواقف تتسم بتزايد مخاطر التعرض للأزمات، والمنهج المستخدم في بناء نظام للإنذار المبكر هو تحديد مجموعة من المتغيرات الاقتصادية التي تختلف سلوكها في الفترة السابقة للأزمة عن سلوكها المعتاد، ومن خلال مراقبة سلوكها في الفترة السابقة على الأزمة عن سلوكها المعتاد، ومن خلال مراقبة سلوك هذه المتغيرات يمكن التنبؤ بإمكانية اندلاع الأزمة، ونظرا لاتساع نطاق هذه المتغيرات فإن اختيار بعضها كمؤشرات على احتمال حدوث الأزمة دون بعضها الآخر يتوقف على فهم كل شخص لأسباب الأزمات، مثلا إذا كان الاعتقاد أن الأسباب الأساسية للأزمات تكمن في المشكلات المالية، فإنه يعتمد على مجموعة من المتغيرات مثل العجز المالي، الاستهلاك الحكومي، الائتمانات المصرفية للقطاع العام...، وإذا كان ينظر إلى ضعف

القطاع المالي على أنه سبب رئيسي للأزمات، فإن أهمية خاصة سوف تعطي لمؤشرات أخرى مثل تزايد الائتمانات للقطاع خاص، إجراءات تحديد القطاع المالي، الديون الأجنبية قصيرة الأجل

<sup>1</sup> المرجع سابق.

المستحقة على القطاع المصرفي، هيكل أسعار الفائدة المحلية، تقلبات أسعار الأسهم، نوعية

القروض المصرفية ونسبة الديون المصرفية ونسبة الديون المدومة.<sup>1</sup>

وتعرف إشارات الإنذار المبكر بأنها عبارة عن تحذيرات أو أعراض تنبئ عن إمكانية

حدوث الأزمة، وتوجد لدى المسؤولين إمكانية كبيرة للشعور بإشارات الإنذار أو أعراض الأزمات واستقبال المعلومات وتحليلها.<sup>2</sup>

نظام الإنذار المبكر هو عبارة عن القدرة على استيعاب الإشارات المتعلقة باحتمال حدوث

الأزمات مما يمكن من اتخاذ كافة التدابير لتجنبها، وتقوم العملية على رصد وتسجيل الإشارات التي تنبئ عن قرب حدوث أزمة.<sup>3</sup>

وقد أجريت دراسة على عينة شملت 53 دولة متقدمة ومتخلفة بشأن ما تعرضت له من

أزمات في الفترة 1975/1997، أن سلوك بعض المتغيرات الاقتصادية الأساسية مثل أسعار

الصرف الحقيقية، مؤشرات الأسواق النقدية والمالية وبعض المتغيرات المتعلقة بالتجارة، كان

يختلف في فترة ما قبل الأزمة بعام أو عامين عن سلوكها المعتاد، ففي كثير من الحالات ارتبطت

الأزمات بارتفاع حقيقي في قيمة العملات المحلية، تراجع تدفقات رأس المال الوافدة وتزايد التدفقات

العكسية، تحديد الأسواق المالية، تزايد عجز الموازين الخارجية.<sup>4</sup>

يجب توفير نظم الإنذار المبكر التي تتسم بالكفاءة والفاعلية في تطوير أدوات التحليل والتنبؤ

بالأزمات، ووضع مؤشرات تقييم الأنشطة المالية لمؤسسات القطاع المالي، بالإضافة إلى توفير

المعلومات المتعلقة بمختلف الأنشطة المالية ومؤشراتها ذات الصلة بالأزمات المالية، وتوفير

الخبرات والمؤهلات اللازمة للتعامل معها وتدريب الكوادر المسؤولة عن إدارة الأزمات بشكل

مستمر.<sup>5</sup>

<sup>1</sup> أحمد يوسف الشحات، مرجع سابق، ص: 18.

<sup>2</sup> أحمد ماهر، إدارة الأزمات، الدار الجامعية، مصر، 2006، ص: 54.

<sup>3</sup> فؤاد حمدي بسيسو، مرجع سابق، ص: 81.

<sup>4</sup> أحمد يوسف الشحات، مرجع سابق، ص: 19.

<sup>5</sup> فؤاد حمدي بسيسو، مرجع سابق، ص: 498.



يمكن تصنيف المؤشرات الاقتصادية الدالة على إمكانية تعرض الدولة لأزمات وصدّات أو هزات في سوق الأوراق المالية والأسهم أو تعرضها لأزمة في العملات في صنفين:<sup>1</sup>

أ - التطورات في السياسة الاقتصادية الكلية: والتي تهز ثقة المستثمرين.

ب- الخصائص الهيكلية للسوق أو خصائص التركيب : التي تجعله عرضه لأن يفقد المستثمرون الثقة فيه.

#### الجدول رقم(09): المؤشرات الاقتصادية للتعرض للأزمات

الخصائص الهيكلية أو البنوية	التطورات في الاقتصاد الكلي
نظام جمود معدلات التبادل	ارتفاع معدل التضخم
إستراتيجية النمو المتزايد في الصادرات	نمو سريع في التدفق النقدي
قطاع التصدير أكثر تركيزا	انخفاض حقيقي لنمو الصادرات
ارتفاع معدل التغير في الديون الخارجية	عجز مالي متزايد
ارتفاع حجم الدين الخارجي قصير الأجل	ارتفاع معدل التبادل بالنسبة للاتجاه السائد
تحرير سوق المال الحديث	النمو السريع في الاعتمادات المالية المحلية كنسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي
إطار ضعيف للإشراف على الأموال وتنظيمها	ارتفاع نسبة القروض غير المنتجة إلى إجمالي القروض
أسواق المال مضمونة بأصول مالية أو عقارية	ارتفاع نسبة العجز في الحسابات الجارية كنسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي
انخفاض الاكتتاب في سوق الأسهم	نمو الديون الخارجية وزيادة الديون في العملات الأجنبية
سيطرت بعض المؤسسات على سوق الأسهم	انخفاض الاحتياطي العالمي
سيطرت بعض الصناعات على سوق الأسهم	انخفاض النمو الاقتصادي الحقيقي
الرقابة على دخول السوق والخروج منه	ارتفاع معدل الأسعار والأرباح
	ارتفاع معدل الفائدة المحلية وارتفاع معدل البطالة

المصدر: عبد الحكيم مصطفى الشرقاوي، مرجع سابق، ص: 39.

يوضح الجدول السابق المؤشرات الاقتصادية التي تتفلبأعراض حدوث أزمة المالية التي تقسم إلى مؤشرات التطورات في الاقتصاد الكلي مثل معدلات التضخم، عجز مالي متزايد، وغيرها

<sup>1</sup> عبد الحكيم مصطفى الشرقاوي، العولمة المالية وإمكانات التحكم - عدوى الأزمات المالية - دار الفكر الجامعي، مصر، 2005، ص: 38.

من المؤشرات الموضحة في الجدول ويعتبر التغير في هذه المؤشرات وخاصة في الاتجاه غير المعتاد دلالة على التنبؤ بحدوث خلل وأزمة ومن شأن هذه المؤشرات التأثير المباشر أو غير المباشر على سوق الأوراق المالية، أما المؤشر الثاني يتمثل في الخصائص الهيكلية المتعلقة بالسوق مثل تحرير سوق المال حديثاً، انخفاض الاكتتاب في سوق الأسهم، سيطرة بعض المؤسسات على سوق الأسهم، كلها متغيرات اقتصادية مفيدة في التنبؤ بالأزمات.

### المبحث الثاني: الأزمة المالية العالمية 2008 Subprimes

تعرض الاقتصاد العالمي بصفة عامة والأسواق المالية العالمية بصفة خاصة منذ عام 2007 لأزمة مالية عكست مجموعة من الاضطرابات والاختلالات الحادة على مستوى أسواق النقد وأسواق الأوراق المالية وامتدت لتشمل باقي القطاعات المالية والحقيقية بل أصبحت أزمة مالية عالمية.

### المطلب الأول: جذور وأسباب الأزمة المالية العالمية 2008

من خلال هذا المطلب سوف نتطرق إلى طبيعة الأزمة المالية العالمية 2008 متدرجين في عرضها حتى وصولنا إلى أسباب هذه الأزمة والجذور التي شكلت الأساس التمهيدي لها، وهذا حتى نتمكن من تصور جيد ودقيق للآزمة التي تعتبر الأسوأ في تاريخ الرأسمالية.

يشير مصطلح الأزمة المالية العالمية 2008 إلى الأزمة التي اشتعلت شرارتها الأولى أواخر عام 2008 وتمثلت بانهيار سوق المال الأمريكية وما تبعها من توالي لانهيئات في أسواق

المال الرئيسية العالمية، وانهيار وإفلاس عدد كبير من المؤسسات المالية والمصرفية والإنتاجية العالمية الكبرى، ما نتج عنها من كساد كبير بقي حتى منتصف العام 2010 يخيم على أنحاء العالم، وبطالة انتشرت بسرعة كبيرة في كل دول العالم، وهي أزمة مصرفية من جهة وأزمة ائتمان من جهة، وهي أزمة عجز الأدوات الرقابية والتنظيمية وعدم القدرة على رصد مواقع الخطر من جهة أخرى، وبغض النظر عن توصيفها فهي أزمة ضربت أسس الاقتصاد الرأسمالي ومبادئه وأظهرت عجزه عن تحقيق الاستقرار على مدى زمني طويل وبشكل آمن وفعال<sup>1</sup>.

### أولاً: طبيعة الأزمة المالية العالمية 2008

الأزمة المالية العالمية 2008 هي التداعيات الناجمة عن أزمة الرهون العقارية التي ظهرت في العام 2007 بسبب فشل ملايين المقترضين لشراء مساكن وعقارات في الولايات المتحدة في تسديد ديونهم للبنوك، وأدى ذلك إلى حدوث هزة قوية للاقتصاد الأمريكي، ووصلت تبعاته إلى اقتصادات أوروبا وآسيا مطيحة في طريقها بعدد كبير من البنوك والمؤسسات المالية العالمية، ولم تقلح مئات مليارات الدولارات التي ضخّت في أسواق المال العالمية في وضع حد لأزمة الرهون العقارية التي ظلت تعتمل تحت السطح حتى تطورت إلى أزمة مالية عالمية<sup>2</sup>. تولدت هذه الأزمة الأخيرة نتيجة ما أطلق عليه أزمة الرهون العقارية في أمريكا، وتحديدًا الرهون العقارية الأقل جودة subprime لأنها رهون عقارية من الدرجة الثانية<sup>3</sup>. وفي هذا الإطار يمكن تصنيف المقترضين الأمريكيين إلى صنفين<sup>4</sup>:

- برايم (Prime) : وهو المقترض ذو الملاءة المالية الجيدة وبدون مخاطر .

<sup>1</sup> م. رباح عمر عبد الله، تقويم أداء صندوق النقد الدولي في الأزمة المالية العالمية، مداخلته مقدمة إلى المؤتمر العلمي الدولي حول " الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي، الأردن، 1-2 ديسمبر 2010، ص: 4 .

<sup>2</sup> محمد أحمد زيدان، فصول الأزمة المالية العالمية: أسبابها، جذورها وتبعاتها الاقتصادية، مداخلته مقدمة إلى المؤتمر حول " الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي الإسلامي، مرجع سابق، ص: 3،4 .

<sup>3</sup> رفيق حلمي الأغا، سعيد مصطفى أبو مدللة، اثر الأزمة المالية العالمية على العلاقات الدولية، الموقع الإلكتروني :

[http://boulemkahel.yolasite.com/resources/el\\_14\\_08/2011\\_16:46](http://boulemkahel.yolasite.com/resources/el_14_08/2011_16:46)

<sup>4</sup> حاج موسى نسيم، علوي فاطمة الزهراء، أثر أزمة الرهن العقاري على البورصات العربية خلال الفترة 2007/2008، مجلة الباحث، ورقلة، 2010، العدد 8، ص: 119، 120 .

- سوبرايم (Subprime) : هو نوع من القروض العقارية الأمريكية الممنوحة للمقترضين ذوي الملاءة المالية المشكوك فيها، والتي يمكن أن تكون غير معروفة من قبل الجهاز المصرفي، وفي أغلب الأحيان لا تخضع المؤسسات المانحة لقروض السوبرايم للقوانين البنكية، حيث يتم تصنيف المقترض ضمن هذه الفئة إذا انخفض صفه 620، كمؤشر موضوع من طرف أجهزة الإقراض الأمريكية للدلالة على ملاءة المقترض وهي أصناف (FICO) \* والتي تتراوح ما بين 350 و 900 .

يقصد بمصطلح Subprime أو الرهون العقارية الأقل جودة أو من المستوى الثاني بالقروض العقارية ذات أسعار الفائدة المتغيرة، يتميز هذا النوع من القروض بالمخاطرة العالية لعدم وجود تدفقات نقدية متوقعة سواء للمقترض أو المشروع الممول يمكن للبنك الاعتماد عليها كمصدر لسداد القرض، لهذا السبب قامت البنوك برفع سعر الفائدة على هذا النوع من القروض من أجل تحقيق أعلى عائد ممكن من القرض من أجل تغطية جزء من المخاطر التي تدرج تحت هذا النوع من القروض<sup>1</sup>.

رغم أن الأزمة المالية العالمية 2008 لم تظهر بشكل واضح حتى نهاية سنة 2008، إلا أنها بدأت تتكون داخل الاقتصاد الأمريكي منذ عام 2000، فلنخفضت أسعار الفائدة بشكل كبير لتصل إلى أقل من 1 %، كما تزامن ذلك مع انفجار فقاعة شركات الانترنت \*، " حيث ارتفعت أسعار العقارات خاصة السكنية بحوالي 124% خلال الفترة 1997-2006، - الزيادة الطبيعية في أسعار العقارات هي 1% سنويا - مما حفز الكثيرون على الاقتراض لتمويل شراء مساكنهم الخاصة، حيث ارتفع معدل التملك السكني في الولايات المتحدة الأمريكية من 64% في 1996

\* (OCIF): مؤشر يتم حسابه يوميا حسب سلوك المستهلك للقرض، حيث يعطي للمستهلك رقم كبير في البداية على اعتبار أن المستهلك يساهم في النمو الاقتصادي ثم يليه حذف أرقام إذا لم يحترم المقترض شروط الإقراض .

<sup>1</sup> زابري بلقاسم، بلمهدي ميلود، "الأزمة المالية العالمية" أسبابها وأبعادها وخصائصها"، مقدمة إلى المؤتمر حول "الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي الإسلامي، مرجع سابق، ص: 8.

\* فقاعة الانترنت: هي أزمة مالية ظهرت عام 2000 وقعت على أسهم شركات الانترنت و التكنولوجيا الحديثة، حيث ارتفعت أسعار أسهم هذه الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية فحققت فيه عدد قليل من تلك الشركات أرباحا حقيقية و بالتالي انخفضت أسعار أسهمها مما أدى إلى انفجار هذه الفقاعة.

إلى 69.2% في 2004<sup>1</sup>. سواء في الولايات المتحدة أو في غيرها من دول العالم مقابل انخفاض الأسهم في القطاعات الاقتصادية الأخرى بما فيها قطاعات التكنولوجيا والاتصالات الحديثة، الأمر الذي أدى إلى إقبال الأمريكيين أفرادا وشركات على شراء المساكن والعقارات بهدف الاستثمار طويل الأجل، وزادت وفقا لذلك عمليات الإقراض من قبل البنوك، وازداد التوسع والتساهل في منح القروض العقارية للأفراد من ذوي الدخل المنخفضة وغير القادرين على السداد، والمسماة بالقروض "الرديئة"، وذلك دون التحقق من قدرتهم على السداد<sup>2</sup>.

نلاحظ من الشكل المقدم في التالي أن وتيرة أسعار العقارات في الولايات المتحدة الأمريكية تسير بشكل مستقر بدون زيادات كبيرة حتى حلول عام 2000 نلاحظ تزايد أسعار العقارات بشكل كبير إلى أن وصل ذروته في الفترة 2006-2007 وذلك بسبب اتجاه الأفراد والشركات والبنوك والمؤسسات المالية للاستثمار في شراء العقارات لعدة أسباب و يبدأ تراجع أسعارها ابتداء من 2007 ليستمر في الانحدار كنتيجة لزيادة عرض هذه العقارات للبيع مقابل قلة الطلب عليها.

شكل رقم (15): أسعار العقار في الولايات المتحدة الأمريكية.



<sup>1</sup> لمياء عروج، "الأزمة المالية الحالية" دراسة تحليلية لآلية وأسباب الحدوث والتداعيات على الاقتصاد العالمي والاقتصاد العربي، مداخلته مقدمة إلى الملتقى الدولي حول الأزمة النظام المالي والمصرفي الدولي وبديل البنوك الإسلامية، مرجع سابق، ص: 5.

<sup>2</sup> الجوزي جميلة، أسباب الأزمة المالية وجذورها، الموقع الإلكتروني:

<http://www.jinan.edu.lb/Conf/Money/1/dreldjouzi.pdf> , le 17/07/2011, 13:45.

المصدر: بلعزوز بن علي، عبو هودة، الأزمة المالية العالمية مظاهرها وسبل معالجتها، مداخلة مقدمة إلى الملتقي العلمي الأول حول أزمة النظام المالي والمصرفي الدولي وبديل البنوك الإسلامية، مرجع سابق، ص : 11.

لقد ظهرت الأزمة بصورتها الحالية عندما انفجرت فقاعة سوق العقارات، فيما أطلق عليه أزمة الرهون العقارية، حيث تعد العقارات في أمريكا أكبر مصدر للإقراض والاقتراض، والأزمة بدأت فيما يعرف بالرهون العقارية الأقل جودة subprime نتجت عن تسويق العقارات لمحدودي الدخل في الولايات المتحدة بطريقة ملتفة وشروط تبدو سهلة للوهلة الأولى غير أنها في مضمونها غير ذلك فقد كانت العقود في صياغتها بمثابة فخ لمحدودي الدخل، وإذا كان من الطبيعي أن يهدف كل فرد إلى امتلاك عقار يتخذه كمسكن له يعيش فيه وإذا كان هناك من مواردهم المالية المتاحة تسمح لهم بذلك فلن عدا آخر يكون هو الأكبر من الأفراد لا تسمح لهم إمكانياتهم المتاحة فعل ذلك مما يلجئهم إلى الاقتراض وفي الولايات المتحدة الأمريكية سعت إدارة الرئيس السابق جورج بوش إلى إتاحة الفرصة أمام كل أمريكي ليمتلك منزلاً خاصاً به، ولتسهيل هذه المهمة قام البنك الاحتياطي الفيدرالي في الولايات المتحدة بخفض معدلات الفوائد لكي يتيح للمقترضين الإمكانية للاقتراض من أجل تملك السكن. بعد خفض معدلات الفوائد استطاع عدد كبير من الأشخاص بالملايين الحصول على قروض، وبالتالي على رهون عقارية، ولا بد أن نعرف أن الرهون العقارية هذه كانت ذات تصنيف ائتماني منخفض أي تلك التي ليس لديها سجل موثوق ولا ضمانات كافية، حيث أن مسكن المقترض يؤخذ كضمان للقرض المقدم في حالة عدم القدرة على الدفع مستقبلاً، وشهدت القروض الموجهة لضعيفي الملاءة طفرة في أمريكا خلال الأعوام الأخيرة ولم يكن هناك ما هو أسهل من الحصول على قرض سكني وحتى إذا كانت القدرة الائتمانية لطالب القرض متدنية أو كان لديه تاريخ بالإفلاس، فهذا غير مهم وإذا كان دخله متدنياً إلى حد لا يكفي للتأهل للحصول على قرض، فكل ما عليه أن يفعله هو محاولة الحصول على القرض من خلال تعبئة طلب خاص يصرح فيه عن دخله ويكتفي البنك بذلك وإن كان يتعين عليه التحقق من بيان الدخل، وإذا كان طالب القرض يقدم تصريحاً كاذباً عن دخله ويقلق بش أن ذلك من استعلام البنك عن الأمر فقد أوجد موقع شركة معينة على الإنترنت ومقابل رسوم مقدارها 55 دولاراً يساعد

الأشخاص العاملون في هذه الشركة الصغيرة التي مقرها ولاية كاليفورنيا في الحصول على قرض بتوظيف الأفراد على أنهم مقاول مستقل ، ويقدمون إشعارات بالرواتب لتكون دليلاً على الدخل، وبدفع مبلغ 25 دولاراً إضافية فإنهم يضعون أشخاص على الهاتف يردون على المكالمات ويجيبون أجوبة ايجابية عن الوضع المالي ل ل عميل إذا ما حاول البنك الاستفسار عن الوضع، والأسوأ في هذا السوق للقروض في السنوات الأخيرة هو أن الجهات المقرضة بلغت مستويات مرتفعة من منح هذه القروض للمقترضين الفقراء مع قلة اتخاذ التدابير الاحترازية واللجوء للاستفسار عن وضعية العملاء<sup>1</sup>.

غير أن عقد القرض الذي كان يتم إبرامه بين المؤسسة المالية والمقترض نظير تمويله لشراء المنزل كان يتضمن شروط مجحفة به أهمها:<sup>2</sup>

- إن أسعار الفائدة متغيرة وليست ثابتة، وتكون منخفضة في البداية ثم ترتفع مع الزمن.
- إن أسعار فائدة القرض العقاري ترتفع بصفة تلقائية، كلما رفع البنك المركزي أسعار الفائدة .

▪ أنه إذا تأخر المقترض عن دفع أي قسط من القرض يحل أجله فإن أسعار الفائدة تتضاعف بنحو ثلاث مرات.

▪ إن المدفوعات الشهرية خلال الثلاثة سنوات الأولى تذهب كلها لسداد فوائد القرض، وهذا يعني أن المدفوعات لم تكن تذهب إلى ملكية أي جزء من العقار إلا بعد مرور ثلاث سنوات.

" حيث لم يكن يسمح من قبل إلا بتقديم قروض للمؤهلين لذلك وفق قواعد وإجراءات

موضوعة من قبل جهتي الإقراض في السوق الثانوي وهما مؤسستي فان ماي Fanne Mae

وفريدي ماك Friddie Mac فمند عام 2001 ازداد حجم الديون من الدرجة الثانية ( Subprime

loans ) أو القروض الثانوية حتى بلغت القروض عالية المخاطر في السوق الأمريكية نحو 1.3

تريليون دولار وذلك في مارس 2007. إن شركات الرهن العقاري لجأت إلى بيع المساكن

<sup>1</sup> لمياء عروج، " الأزمة المالية الحالية " دراسة تحليلية لآلية وأسباب الحدوث والتداعيات على الاقتصاد العالمي والاقتصاد العربي ، مداخل مقدمة إلى الملتقى الدولي حول الأزمة النظام المالي والمصرفي الدولي وبديل البنوك الإسلامية، مرجع سابق ، ص: 3 ، 4 .

<sup>2</sup> إبراهيم عبد العزيز النجار، " الأزمة المالية وإصلاح النظام المالي العالمي، "الدار الجامعية، مصر، 2009 ، ص: 49.

والعقارات للأفراد بفوائد وشروط ميسرة مقابل رهنها حتى تسديد أقساط البيع وتبقى سندات الملكية لدى الجهات المقرضة، نتيجة هذه التسهيلات أقبل الأمريكيون على شراء العقارات بهدف السكن والاستثمار الطويل المدى وكذا المضاربة بشكل واسع، خاصة بعد تسهيل الدفعة الأولى وتغطية القرض لكامل سعر المسكن المرهون، وقد ازدهرت السوق العقارية في الوهلة الأولى، وانعكس ذلك على ارتفاع قيمة الأصول العقارية للمقترضين وكذا قيمة أسهم الشركات العقارية ، وبفعل انفتاح أسواق الأوراق المالية الدولية على بعضها، أقبلت الشركات والبنوك الخاصة والمركزية وكذا المتعاملين على شراء الأسهم في شركات الرهن العقاري الأمريكية، مما أدى إلى ارتفاع قيمتها ارتفاعا كبيرا وأصبحت مصدر جذب لأموال المستثمرين في الداخل وفي الخارج ترتب عن كل ما سبق فضلا عن المضاربة في الأصول العقارية بهدف الاستفادة من هوالمش الربح والحصول على قروض إضافية أقل جودة، توسعا كبيرا في استخدام الأدوات المبتكرة قصيرة الأجل للائتمان وكذا في استخدام المشتقات المالية، حيث لجأت الشركات العقارية وبعض المؤسسات المالية إلى بيع سندات القروض العقارية إلى شركات و ممولين آخرين عن طريق عملية توريق ( Titrisation ) قروض الإسكان الموجودة لديها، ونشأ عن ذلك ديون رديئة، تم بيعها بعد ذلك إلى مؤسسات مالية دولية في أوروبا وآسيا، وأصبح في كل بورصة ما لا يقل عن 20% من هذه الأسهم الخاصة بالرهن العقاري. لقد كان هؤلاء الممولون الجدد يعتمدون على المدفوعات التي يقدمها الأفراد الأوائل الذين يشغلون المساكن سدادا للفوائد وأقساط الديون، إلى غاية هنا كانت الأمور عادية وتشير إلى ازدهار السوق العقارية ، إلا أنه منذ عام 2004 ظهر ما يسمى بـ " أزمة القروض عالية المخاطر " كنتيجة لاستمرار ارتفاع أسعار العقارات الأمريكية، والإفراط في الإقراض الميسر وكذا الانتشار الواسع لبيع تلك القروض (مضاربة)... واستخدام تلك العوائد في الإنفاق الاستهلاكي، مما أدى إلى تغذية الضغوط التضخمية بناء على ذلك قام بنك الاحتياطي الفدرالي بتطبيق سلسلة من الزيادات المتتالية في أسعار الفائدة بلغت نحو 2.25% في يونيو 2006، مما أدى إلى ارتفاع أعباء القروض العقارية وعجز المقترضين عن سداد أقساطها وتوقفت الدولة عن إعطاء المزيد من التسهيلات الميسرة للشركات والمصارف وطالبتها بالتسديد بالنسبة لتلك التي حل

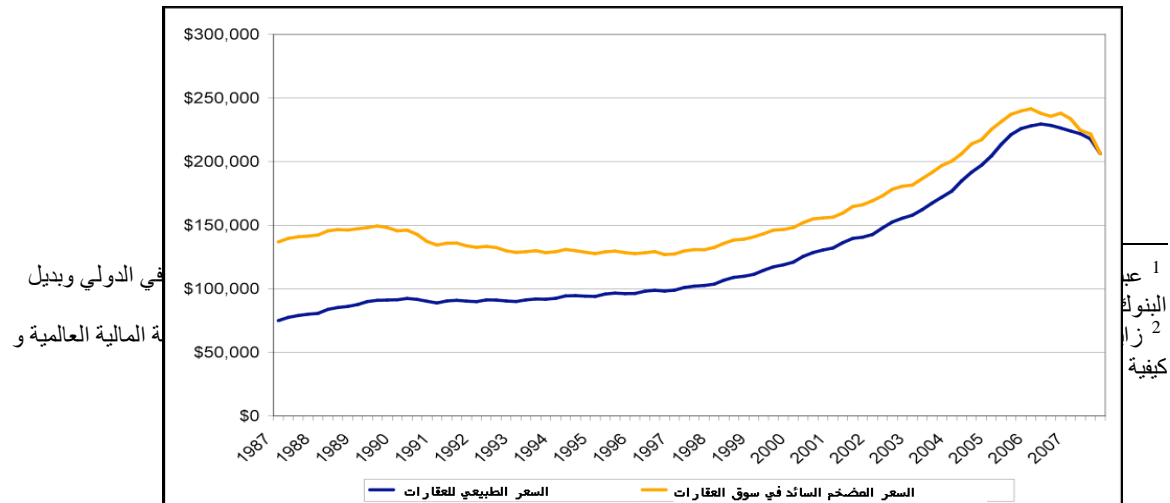


أجلها، وبسبب هذا الوضع الاقتصادي السيئ في أمريكا (عجز داخلي، عجز خارجي، نفقات الحرب، منافسة أجنبية، تضخم، بطالة، زيادة الاستهلاك عن الادخار... الخ) عجز أصحاب المساكن عن سداد ديونهم وأقساط قروضهم إلى أن حل عام 2007، حيث تزايدت معدلات التخلف عن السداد، وأدت إلى تعثر السوق ومصادرة العقارات وعرضها للبيع بأسعار بخسة، لقد تراجع السوق العقاري لندرة السيولة لدى الأفراد والمتعاملين، وكذا نتيجة لارتفاع أسعار الفائدة (انخفاض أسعار العقارات)، وانعكس ذلك على المؤسسات العقارية والمالية ذات العلاقة، حيث انخفضت مستحقات البنوك وهبطت أسهمها في الأسواق المالية الأمريكية.<sup>1</sup>

وقد انتفخت الفقاعة العقارية حتى وصلت إلى ذروتها فانفجرت في صيف عام 2007 حيث هبطت قيمة العقارات ولم يعد الأفراد قادرين على سداد ديونهم حتى بعد بيع عقاراتهم المرهونة. وفقد أكثر من مليوني أمريكي أصولهم وملكيته العقارية المرهونة وأصبحوا مكبلين بالالتزامات المالية طيلة حياتهم، ونتيجة تضرر البنوك الدائنة نتيجة عدم سداد المقترضين لقروضهم هبطت قيم أسهمها في البورصة وأعلنت شركات عقارية عديدة عن إفلاسها.<sup>2</sup>

وهذا ما يوضحه الشكل الموالي حيث أن ارتفاع أسعار العقارات كان أعلى بكثير من قيمتها الحقيقية حتى حلول عام 2007 بدأت هذه الأسعار تنخفض نظرا لتزايد عرضها للبيع واسترداد المقرضين قيمة القروض المضمونة بالعقارات التي منحوها لأصحاب هذه العقارات.

شكل رقم (16): فقاعة أسعار المنازل



المصدر: طارق ملاس، الأزمة الاقتصادية الحالية: قراءة لأهم المسببات و نظرة على أهم النتائج، الموقع الإلكتروني:

<http://knol.google.com/k/>

إن معظم البنوك وشركات العقار كما ذكرنا قامت بتحويل ديون المواطنين في شكل سندات لمستثمرين عالميين بضمان المنازل، ولجأ بعض المستثمرين بعد تفاقم مشكلة الرهن العقاري إلى شركات التأمين التي وجدت في أزمة الرهن العقاري فرصة للربح، وذلك بضمان المنازل فيما لو امتنع المواطنون محدودية الدخل عن سداد قيمة رهن منازلهم، لذلك قامت شركات التأمين بتصنيف سندات الديون إلى فئتين الفئة (أ) قابلة للسداد والفئة (ب) لا يمكن سدادها، ثم بدأت شركات التأمين بأخذ أقساط التأمين على السندات من المستثمرين وأصبح كل من المقترض وشركات العقار والبنوك المقدمة للقرض بضمان المنزل وشركات التأمين الملزمة بدفع مبالغ السندات لحامليها، كل طرف من هذه الأطراف يظن أن ملكية المنزل أصبحت له بحكم التزامه اتجاهه وعندما توقف المقترضين عن سداد ديونهم أقبلت البنوك لبيع المنازل واسترجاع قيمتها فانخفضت أسعارها وبالتالي التأثير على قيمة السندات بالهبوط فطالب حاملوها بحقوقهم من شركات التأمين فأعلنت أكبر شركة تأمين في العالم AIG على عدم قدرتها على الوفاء بالتزاماتها تجاه 64 مليون عميل تقريباً، مما دفع بالحكومة لتقديم مساعدة فمُنحت مبلغ 85 مليار دولار مقابل امتلاك 79.9 % من رأسمالها.<sup>1</sup>

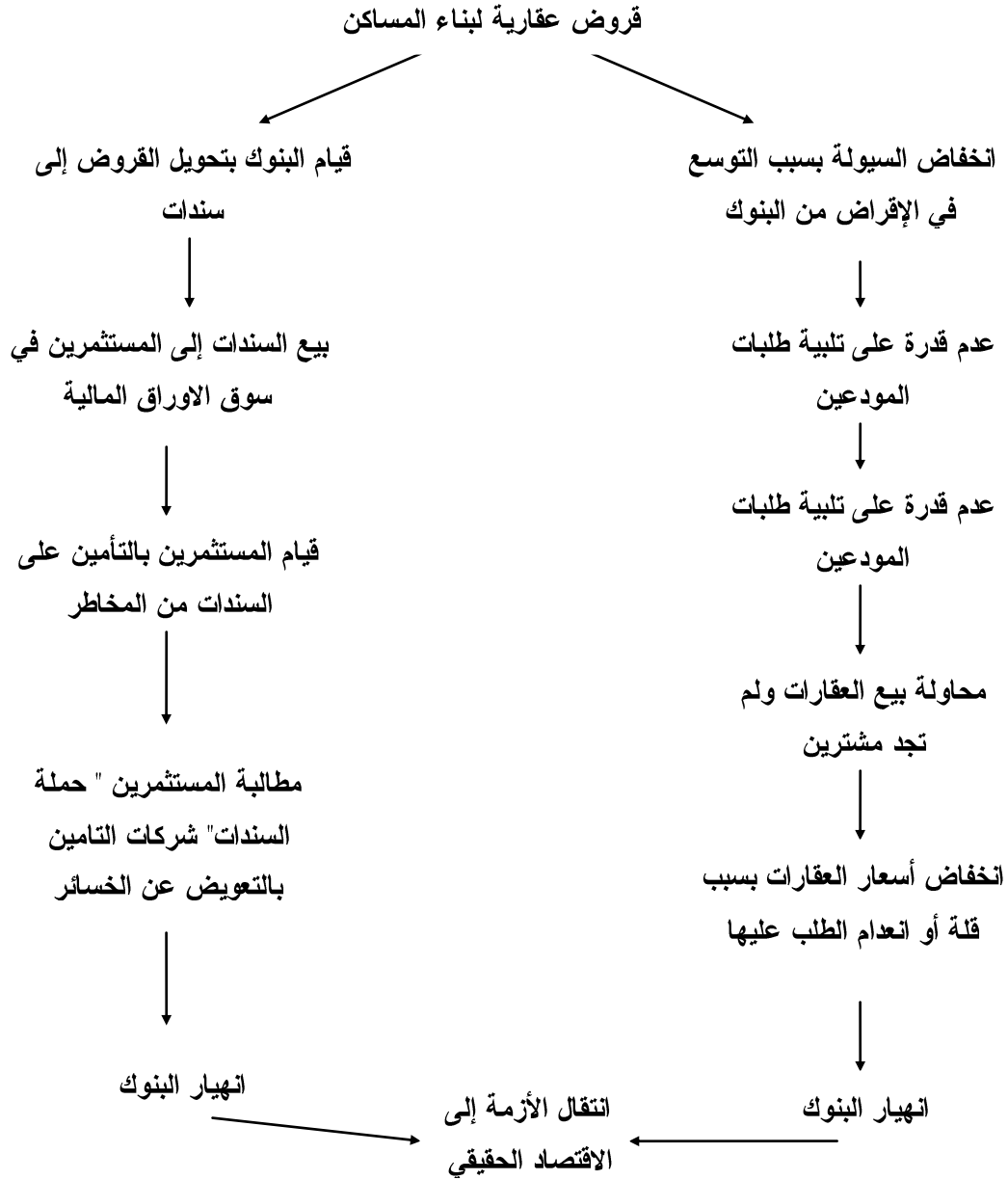
<sup>1</sup> عبد المطلب عبد المجيد، الديون المصرفية المتعثرة والأزمة المالية المصرفية العالمية، الدار الجامعية، مصر، 2009، ص: 258، 259.

كما أدت إلى انهيار الكثير من البنوك وإفلاسها ومن أشهرها بنك ليمان برانرز، وهو من أكبر البنوك الأمريكية، وغيره من المؤسسات المالية والمصرفية أخرى. إن كل أزمة في البورصة تترجم بأزمة ثقة بين أهم عناصر الاقتصاد وذلك لأنها تعني بلق المتعاملين فقدوا الثقة ولو مؤقتا في قدرة الشركات على تحقيق أرباح ومنه في النمو الناتج المحلي الداخلي.<sup>1</sup>

إن فالأزمة بدأت من خلال الإفراط في منح القروض العقارية وهذا ما أدى إلى انخفاض السيولة لدى البنوك والتي يعتبر مصدرها الأساسي من ودائع المودعين، حيث عند تزايد القلق بسبب تداعيات الأزمة المودعين إلى البنوك لسحب ودائعهم وهذا ما لم تستطيع البنوك توفيره لهم، ولم تكفي البنوك بهذا بل قامت بتحويل القروض إلى سندات عن طريق التوريق وطرحها في سوق الأوراق المالية للاكتتاب فيها ومن ثم التأمين عليها وبعدها مطالبة شركات التأمين بالحصول على مبالغ هذه السندات، وإثر هذه الأحداث قامت البنوك بمحاولة بيع العقارات لاسترجاع التزاماتها لكن أسعارها لم تكن عند المستوى المطلوب، هذه العوامل وغيرها ساهمت إلى حد كبير بانهيار البنوك وشركات التأمين وشركات العقار قادت إلى إفلاسها وانتقال تداعيات الأزمة إلى الاقتصاد الحقيقي وإلى الاقتصاديات العالم الأخرى بفعل الترابط بينها، وهذا ما نستطيع ملاحظته من خلال الشكل البياني الموالي الذي يوضح العلاقة بين كل المتغيرات السابقة التي تفاعلت مع بعضها البعض لتنتج في الأخير أزمة على مستوى من العالمية وعلى درجة كبيرة من الخطورة.

شكل رقم (17): طبيعة الأزمة المالية العالمية 2008

<sup>1</sup> Philippe Spieser, op cit, P : 248.



المصدر: الموقع الإلكتروني:

[http://www.jps-dir.com/Forum/uploads/1364/Isra\\_23.pdf](http://www.jps-dir.com/Forum/uploads/1364/Isra_23.pdf) , 14 /08/2011, 16:45.

### ثانيا: الجذور التاريخية للأزمة المالية

يرى " ريتشاردران " الخبير الاقتصادي بمعهد كيتو بواشنطن، ومدير المركز الأوروبي للنمو الاقتصادي، أن جذور الأزمة تاريخيا أعمق مما نتصور، فهو يعتقد أن المشاكل بدأت منذ العام 1938 إبان إدارة الرئيس روزفلت للولايات المتحدة الأمريكية، عندما قرر توسيع الملكية الإسكانية بإشراك الحكومة في ذلك، وقام بإنشاء الجمعية الفيدرالية للرهن العقاري الوطني المعروفة باسم

فاني ماي fannie mae بغرض شراء القروض العقارية من المصارف، والتي احتكرت سوق العقار الأمريكي بشكل شبه مطلق بفعل العديد من الامتيازات التي منحت لها، ثم تم خصصتها من قبل الكونغرس عام 1968 وتم تبني شركة أخرى هي فريدي ماك mac freddie عام 1970 لكي تكون منافس لها، وعلى مدى نصف القرن الماضي وست سنوات قبل حدوث الأزمة استمرت هاتان المؤسساتان في منح القروض رهن عقارية مرتفعة المخاطر، كما وسمحت لمعايير الإقراض بالهبوط لأدنى مستوياتها، نظرا لأن المؤسساتين سوف تشتريان تلك الرهون وتحوّلانها إلى صناديق استثمارية مضمونة تعرض للجمهور كأصول مالية ممتازة ومنخفضة المخاطر.<sup>1</sup>

كما توجد العديد من العوامل التي مهدت لظهور الأزمة يمكن عرضها في الأتي<sup>2</sup>:

1. يشير تاريخ الرأسمالية إلى أن الأزمات الدورية في صلب النظام الرأسمالي والملازمة لتقدمه، وذلك بسبب الخلل الملازم للنظام بين العرض والطلب، بين نمو قدرات الإنتاج نتيجة تراكم القيمة الفائضة بين أيدي الرأسماليين، ونمو الطلب الحقيقي على الإنتاج بأقل من النّم و القدرات الإنتاجية مما يولد فائضا في رؤوس الأموال يضغط على معدلات الأرباح أو عوائد رأس المال.

2. يمكن إعادة تفاقم الأزمة الرأسمالية في معالجة عجز ميزان التجاري وميزان المدفوعات الجاري لأمريكا، وحول أمريكا تدريجيا من اكبر دولة دائنة بعد الحرب العالمية الثانية إلى اكبر دولة مدينة ولم يجد نفعا مؤتمر اللوفر الذي عمل على تنسيق السياسات الاقتصادية لدول مراكز النظام الرأسمالي، فأسقطت أمريكا اتفاقية بريتن وودز أي نظام النقد الدولي وأدخلت مبدأ سعر الصرف العائم الذي أدى إلى اختلالات أسواق النقد في العالم، وقد خسر الدولار نصف قيمته الحقيقية بين عامي 2000 و 2005 وألحقت هذه التطورات في بنية القطاع المالي أضرارا كبيرة في قطاعات الاقتصاد الحقيقي وساعدت وبشكل آني في حل مشكلة تدني مردود رؤوس الأموال، فقد شتتت عولمة الأسواق المخاطر التي نمت بشكل كبير وأصبحت الأسواق الجديدة المعولمة خارج إطار الرقابة الفعالة لمؤسسات الرقابة المالية.

<sup>1</sup> نور الدين جواي، مقارنة نظرية حول أزمة القروض الرهن العقاري الأمريكية، مداخلة مقدمة للملتقى الدولي الثاني حول متطلبات التنمية أعقاب إفرازات الأزمة المالية العالمية، جامعة بشار، الجزائر، 28 و 29 أفريل 2010، ص: 3.

<sup>2</sup> بوعشة مبارك، الأزمة المالية: الجذور، الأسباب والآفاق، مداخلة مقدمة إلى الملتقى الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، مرجع سابق، ص: 2، 4.

3. إن البيئة المالية في عصر الرأسمالية الأكثر احتكارية وعولمة خلقت فقاعات متتالية في أسواق الأسهم والعقارات، " كما أن ال توسع الهائل للأسواق المالية التي انفتحت بسرعة، فبات القطاع المالي في بريطانيا، على سبيل المثال مسؤولاً عن نصف النمو الاقتصادي، وكذا الأمر بالنسبة للقطاع المالي العقاري في أمريكا حتى عام 2006 ، وكلا القطاعين اعتمدا بشكل كامل على المضاربة وليس على الاقتصاد الحقيقي" <sup>1</sup>.

4. شكل تدني مردود التوظيفات الرأسمالية عند أواخر السبعينات من القرن الماضي أحد مظاهر أزمة النظام الرأسمالي في ظل النظرية الكنزية التي سمحت بظهور دولة الرفاهية، وتم فرضها كإيديولوجيا على مؤسسات النظام العالمي مثل صندوق النقد الدولي والبنك الدولي، وتم إطلاق مرحلة جديدة من العولمة بقيادة أمريكا.

5. مثلت الليبرالية الجديدة مصالح الشركات الكبرى المعولمة، والتي قلصت نطاق الديمقراطية في دول المراكز الرأسمالية وأصبحت تتحكم في صناعة الرأي العام وفي تمويل وتسويق السياسيين الذين يعملون لمصالحها. " وخلال حقبة العولمة النيو - ليبرالية التي بدأت في سبعينات القرن العشرين، مرت المراكز الرأسمالية الكبرى، خاصة الولايات المتحدة بعملية " لا تصنيع " أو نزاع التصنيع، انتقلت بموجبها الرأسمالية الغربية من الاعتماد على الأسواق المحلية القومية إلى الشكل الحالي من العولمة عبر نقل الصناعات الثقيلة الملوثة إلى الصين والهند وغيرهما. وترافق ذلك مع تحرير أسواق المال ونزع كل القيود المنظمة لها، مما أدى إلى هجرة جماعية للرؤوس الأموال إلى الدول الآسيوية وأيضاً إلى تقسيم عمل دولي جديد، التكنولوجيا المتطورة والبحث والتطوير والسلع الخاصة والخدمات المالية في المراكز الرأسمالية والعمليات الصناعية التقليدية في الأطراف" <sup>2</sup>.

6. أطلقت الليبرالية مرحلة جديدة من العولمة وسارعت عملية الدمج والاستحواذ بين المؤسسات والشركات، مما دفع معدلات التمرکز والاحتكارات، فمكنت الرأسمالية من رفع نصيب رؤوس الأموال من الناتج على حساب نصيب الأجور وأبطأ زيادة الإنتاج والنمو على المدى الطويل،

<sup>1</sup> الدواي الشيخ، الأزمة المالية العالمية انعكاساتها وحلولها ، مداخله مقدمة إلى مؤتمر حول الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي، مرجع سابق، ص: 11.

<sup>2</sup> المرجع السابق، ص: 11.

وأسس الأزمات الاجتماعية والمالية والاقتصادية متتالية، تتصاعد حدتها حتى تصل مرحلة الانفجار.

7. لم تستطع السياسات الليبرالية الجديدة المتبعة منذ بداية الثمانينات من القرن الماضي من حل أزمة النظام الرأسمالي العالمي، ونجحت في تقسيم القيمة المضافة لمصلحة رؤوس الأموال فخفضت الرواتب والأجور الحقيقية، ومولت الاستهلاك بالديون لا بالمداديل بغية توليد نمو واهم وزائف، وشلت الحروب العدوانية الخارجية لتحفيز الطلب ورفع معدلات البطالة.

8. إن أزمة النظام الرأسمالي لم تبدأ مع انفجار أزمة الفقاعة العقارية، ولم تبدأ مع أزمة السيولة في المصارف، وأزمة القطاع المالي في أمريكا والتي امتدت إلى أوروبا وإلى معظم دول العالم فقد نمت وتراكمت الأزمة البنوية منذ ما قبل وصول المحافظين الجدد إلى السلطة في بريطانيا.

9. إن تراكم رؤوس الأموال الفائضة وبناء القدرات الإنتاجية الفائضة في مراكز النظام الرأسمالي خلقت الأزمات الدورية فيه، وكانت الحروب تشكل أحد وسائل التدمير هذا الفائض عبر رفع الإنفاق العسكري، فيعود الطلب إلى الارتفاع مشكلاً قاطرة النمو الاقتصادي وتراكم جديد لرؤوس الأموال بعد إزالة القدرات الإنتاجية المعطلة، هذا ما حصل بعد الحرب العالمية الثانية التي أخرجت الولايات المتحدة الأمريكية من إحدى عشر سنة من الركود، ولكن الأزمات عادت إلى الظهور في أواخر الأربعينات في الولايات المتحدة الأمريكية وكان الهدف الأساسي من مشروع مارشال هو رفع الطلب على البضائع الأمريكية لمنع الركود وتنامي البطالة.

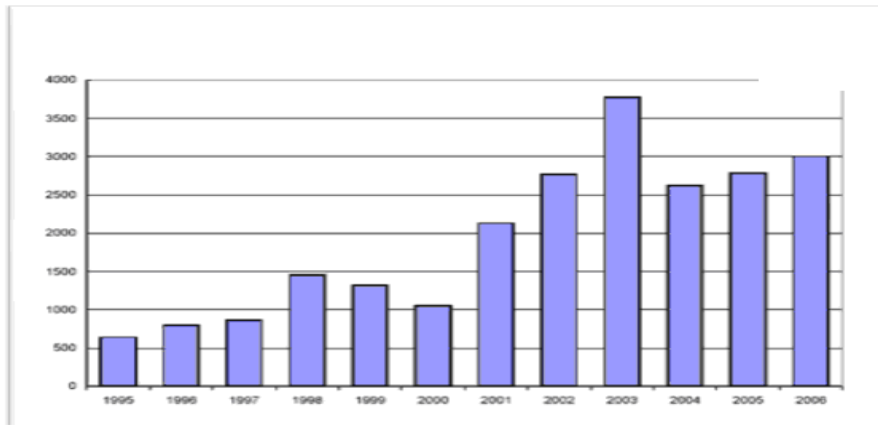
### ثالثاً: أسباب الأزمة المالية العالمية 2008

لقد تعددت واختلفت الأسباب التي كانت وراء حدوث الأزمة المالية العالمية 2008، ولكن كلها عوامل وأسباب اجتمعت لينتج عنها أزمة بدأت في قطاع العقار ثم انتقلت إلى باقي القطاعات الأخرى في أمريكا، بل امتدت إلى أن أصبحت أزمة مالية عالمية تمس معظم دول العالم.

ويمكن أن نلخص هذه الأسباب فيما يلي:

**1 التوسع في منح القروض عالية المخاطر " أزمة الرهن العقاري " :** يعتبر موضوع الرهن العقاري السبب الرئيسي والمباشر للأزمة، حيث شجع الازدهار الكبير لسوق العقارات الأمريكية ما بين عامي 2001 - 2006 البنوك وشركات الإقراض إلى اللجوء إلى الإقراض العقاري مرتفع المخاطر يتم بموجبه التعاقد بين ثلاث أطراف، بين مالك العقار والمشتري والممول " البنك وشركة تمويل عقاري" المالك يبيع العقار للمشتري بمبلغ معين ويدفع للمشتري جزء منه على أن يقوم الممول في ذات العقد بدفع باقي الثمن للبائع مباشرة ويسدد القرض على أقساط طويلة الأجل إلى أن تشبع السوق فانخفضت أسعار العقارات وعجز المقترضون عن السداد وبالتالي حدثت المشكلة<sup>1</sup>.

**الشكل رقم (18): تطور حجم القروض عالية المخاطر خلال الفترة 1995/2006**



**المصدر:** فوزي عبد الرزاق، كاتبة بورو، الأزمة المالية والبائيل المطروحة في ظل النظام الرأسمالي " رؤية مستقبلية"، مداخلة مقدمة إلى الملئقي العلمي الأول حول أزمة النظام المالي والمصرفي الدولي وبديل البنوك الإسلامية، مرجع سابق، ص: 9.

**2 توريق القروض العقارية:** إن هذا الابتكار " التجديد " المالي الجديد يعد من الأسباب التي أدت إلى تفاقم وتدويل الأزمة المالية، ويتمثل هذا الابتكار في تحويل القروض العقارية إلى مجموعة من السندات المرهونة بالعقار وبيعها لبنوك استثمار ومؤسسات مالية محلية ودولية حيث وخلال الفترة 2001/ 2006 تم تحويل من 60% إلى 80% من القروض العقارية عالية المخاطر إلى سندات يتم تداولها في الأسواق المالية، وهذا يعني أن بنوك ومؤسسات مالية أخرى ستشارك في تحمل

<sup>1</sup> الجوزي جميلة، مرجع سابق.



مخاطر هذه القروض التي منحت لأشخاص ذوي سجل ائتماني ضعيف أو غير معروف.<sup>1</sup> لقد أدت تقنية التوريق إلى تحويل سريع للبنوك من النموذج التقليدي لمنح القروض " تقديم قروض والاحتفاظ بها في ميزانيتها إلى تاريخ الاستحقاق" إلى النموذج الجديد " (منح القروض ثم التنازل عنه لجهة أخرى وإخراجها من ميزانيتها عن طريق التوريق لتجعلها أوراق مالية للتداول على عدد كبير من المستثمرين)، وهذا يعني توزيع المخاطر المرتبطة بهذه القروض مما دفع البنوك الأمريكية في زيادة منح قروض عقارية بدون ضمانات مقبولة تم توريقها والتقليل من مخاطرها، ومن هنا ارتفعت أسعار العقارات، وعجز المقترضين عن سداد ديونهم، وتقدم المودعين بطلبات سحب ودائعهم فأفلست البنوك والمؤسسات المالية الأخرى ف وقعت الأزمة.<sup>2</sup>

**3 اختلال التوازن بين الأنشطة الإنتاجية والأنشطة المالية:** فقد شهدت الدول الصناعية المتقدمة في ظل العولمة حدوث انحراف في مسار أنشطتها الاقتصادية وحدث حالة من عدم التوازن بين الأنشطة الإنتاجية والأنشطة المالية وقد تمثل مظهر هذا الانحراف ( بحدوث تراجع في نمو الأنشطة الإنتاجية الحيوية مقابل تعاظم نمو الأنشطة الخدمية والقطاعات الاقتصادية ذات المردود الربحي المالي الوهمي ضمن دورة إنتاجية قصيرة الأجل وليست طويلة الأجل، وسبب هذا التراجع هو اتجاه المستثمرين لاستثمار فوائضهم المالية في مشاريع خدمية ذات مردود إيرادي كبير ضمن دورات إنتاجية

قصيرة مقارنة في الأنشطة الإنتاجية مثل نشاط المضاربة بالأوراق المالية والاستثمار في قطاع العقارات كأفضل مجالات الاستثمار.<sup>3</sup>

**4 المشتقات المالية والهندسة المالية:** أثر المشتقات على الأزمة يظهر في أن التوسع في اشتقاق أدوات مالية جديدة تعتمد على الثقة في تحقيقها مكاسب في المستقبل، ونظرا لانهايار أسعار الأسهم والسندات الصادرة عن البنوك والشركات الاستثمارية انهارت قيمة هذه المشتقات وحدث زعر في أسواق الأوراق المالية الدولية نتيجة تزامم الجميع على تصفية مراكزهم فانخفضت مؤشرات

<sup>1</sup> مرابط ساعد، الأزمة المالية العالمية 2008 الجذور والتداعيات، مداخله مقدمة إلى الملتقى الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، مرجع سابق، ص: 11 .

<sup>2</sup> شوقي جباري، فريد خميلي، دور الهندسة المالية الإسلامية في علاج الأزمة المالية، مداخله مقدمة إلى المؤتمر العلمي الدولي حول " الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي، مرجع سابق، ص: 10 .

<sup>3</sup> عبد المجيد عبد المطلب، الديون المصرفية المتعثرة والأزمة المالية المصرفية العالمية، مرجع سابق، ص: 296 .

الأسواق انخفاضاً كبيراً أدى إلى شلل هذه الأسواق، وأن من أهم أهداف هذه المشتقات هو مواجهة المخاطر التي يمكن أن تحدث و لكن أظهرت الأزمة عجزها حتى عن حماية نفسها<sup>1</sup>.

الشكل رقم (19): تطور المشتقات المالية



المصدر: : بلعزوز بن علي، عبو هودة، الأزمة المالية العالمية مظاهرها وسبل معالجتها، مداخل مقدمة إلى الملتقي العلمي الأول حول أزمة النظام المالي والمصرفي الدولي وبديل البنوك الإسلامية، مرجع سابق، ص : 11.

إن تطور سوق المشتقات المالية على مستوى العالم ازداد بشكل كبير نتيجة توسع التعامل

بها خاصة في سنوات ما بعد 2000، فنلاحظ التصاعد المتسارع في حجم المعاملات المتعلقة بها بسبب تحقيقها لمكاسب كبيرة تخدم هدف المتعاملين بها، وبظهور الأزمة المالية العالمية 2008

انهارت أسعار الأسهم والتي تعتبر المصدر الذي تشتق منه قيم المشتقات المالية فانهارت أسعارها

هي الأخرى، وكانت سببا رئيسيا في هذه الأزمة نتيجة توسع التعامل بها دون وجود متطلبات

الرقابة وتغير منحى الهدف منها.

5 نمو نشاط المضاربات بشكل كبير ومتنامي: إن النمو المتعاظم في حجم قطاع المضاربات لم

يقابله حدوث نمو حقيقي مماثل في القيمة الاقتصادية للمؤسسات المصدرة لهذه الأسهم، لذلك أجريت

المضاربات في أسواق البورصات العالمية بصورة غير منضبطة وغير مستندة إلى أسس اقتصادية

سليمة مما تسبب لاحقا في العرقلة في التسديد وحصول الأزمة، إن توسع نشاط المضاربة في سوق

العقارات في الولايات المتحدة الأمريكية ناتج عن الأرباح العالمية المتحققة فيه ومن التسهيلات

<sup>1</sup> الجوزي جميلة، مرجع سابق .

الائتمانية الواسعة التي قدمتها البنوك للمستثمرين في هذا القطاع كل ذلك شجع المستثمرين على التوسع الكبير للاستثمار في هذا القطاع، وأدى إلى حدوث الفارق الكبير بين أسعارها الحقيقية والسوقية، وعندما حدث تغير في المتغيرات المؤثرة على عوامل العرض والطلب حدثت الأزمة، التي سرعان ما انتقلت إلى الأنشطة الأخرى والدول الأخرى المرتبطة معها بعلاقات بينية واسعة<sup>1</sup>.

**6 ارتفاع حالات التخلف عن السداد وانفجار فقاعة أسعار المساكن:** بارتفاع أسعار المساكن

وأسعار البترول في العالم تعرض الاقتصاد الأمريكي إلى ضغوط تضخمية كبيرة مما أجبر الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي إلى رفع أسعار الفائدة للإقراض ما بين البنوك حيث ارتفع سعر الفائدة إلى 4,7 % في شهر أبريل 2006، وأدى هذا إلى زيادة حالات التخلف عن السداد خاصة بالنسبة للقروض العقارية عالية المخاطر، حيث تجاوزت نسبة التخلف عن السداد بالنسبة لهذا النوع من القروض 15 % في سنة 2007 ( كما هو موضح في الشكل الموالي )، ونتيجة لذلك ارتفعت حالات الحجز عن الرهونات العقارية من قبل الجهات المقرضة لتزيد من حجم عرض المساكن بعد التوسع الكبير في بناء

المساكن والعقارات، فأصبح حجم عرض المساكن والعقارات أكبر بكثير من حجم الطلب عليها فبدأت أسعار المساكن في الانخفاض السريع، وحدث انفجار في فقاعة أسعار العقار وأصبحت البنوك تتعرض يوميا لنقص حاد في السيولة، مما أدى إلى إفلاس العديد منها، وامتدت الأزمة إلى سوق الأوراق المالية المحلية والدولية بسبب الانخفاض الحاد في قيمة أصول التمويل العقاري، كما تهاوت بعدها أصول مالية أخرى وسببت هذه الاختلالات المالية تراجعا كبيرا في الإنفاق الاستثماري والاستهلاكي على مستوى الاقتصاد الأمريكي وعلى مستوى الاقتصاديات الأخرى في العالم.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> عبد المطلب عبد المجيد، الديون المصرفية المتعثرة والأزمة المالية المصرفية العالمية، مرجع سابق، ص: 299.  
<sup>2</sup> مرابط ساعد، الأزمة المالية العالمية 2008 الجذور والتداعيات، مداخله مقدمة إلى الملتقى الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، مرجع سابق، ص: 12.

الشكل رقم (20): معدل عدم قدرة سداد القروض الرهنية عالية المخاطر في الولايات

### المتحدة الأمريكية



**المصدر:** فوزي عبد الرزاق، كاتبة بوروية، الأزمة المالية والبداية المطروحة في ظل النظام الرأسمالي " رؤية مستقبلية"، مداخلة مقدمة إلى الملتقى العلمي الأول حول أزمة النظام المالي والمصرفي الدولي وبديل البنوك الإسلامية، مرجع سابق، ص: 9.

**7- نقص وانعدام الرقابة على المؤسسات المالية من قبل السلطات:** تخضع البنوك التجارية في معظم الدول إلى رقابة دقيقة من قبل البنوك المركزية، ولكن هذه الرقابة تضعف أو حتى تنعدم بالنسبة

لمؤسسات مالية أخرى مثل بنوك الاستثمار، سمسرة رهون العقارية أو الرقابة على المنتجات المالية الجديدة مثل المشتقات المالية أو الرقابة على الهيئات التي تصدر شهادات الجدارة الائتمانية وبالتالي تشجيع المستثمر على الإقبال على الأوراق المالية.<sup>1</sup> حيث شاع في القطاع المالي مناخ من التساهل والتغاضي عن القواعد السليمة لمنح الائتمان وتطبيق القواعد القوية على ملاءة المؤسسات

<sup>1</sup> حازم الببلاوي، الأزمة المالية الحالية " محاولة للفهم "، الموقع الإلكتروني:

<http://www.iid-alraid.com> , 18/08/2011, 23:30.

الاتئمانية وآليات عملها حتى وصلت إلى حد التسبب والانفلات، وهذا هو جزء من مناخ الحرية الاقتصادية والعولمة.<sup>1</sup>

8 - وكالات التصنيف الائتماني: " فشلت هذه الأخيرة في تخفيض علامات التصنيف للمصارف والأدوات المالية الصادرة عنها في الوقت المناسب، وهو ما أوقف صمام الأمان الذي يعتمد عليه المستثمرين"<sup>2</sup>، فأقدمت مؤسسات التصنيف الائتماني بمنح سندات الرهن العقاري تصنيف مرتفع الأمان " AAA " نظرا لأن القروض عالية المخاطر قد اشترت من قبل بنوك كبيرة ومعروفة مثل بنك ليمان برانرز، فتحملت هذه المؤسسات جزءاً من المسؤولية في الأزمة المالية العالمية 2008، لأن ذلك التصنيف غير الدقيق جعل البنوك تتجاهل حجم المخاطر التي قد تتعرض لها<sup>3</sup>

9 - غياب الشفافية وعدم توفير البيانات اللازمة لتقويم أنشطتها: كذلك البنوك في عمليات الإقراض تتوفر على مجموعة من البيانات التي تنشرها الجهات المقترضة عن جميع المعاملات المعبرة عن الأنشطة المالية وربحية الوحدات الاقتصادية وغيرها، حيث يتم إجراء عمليات تحليل لهذه البيانات والتأكد من قدرة المقترضين على سداد القروض لإقبال البنوك على تقديم قروض إضافة إلى الضمانات الأخرى التي تطلبها من المقترض إلا أن البنوك والمؤسسات المالية لم تهتم بهذه الشروط أو التأكد من

صحة البيانات واعتماد مبدأ الشفافية في عرضها وعدم التلاعب بها قصد إخفاء الوضعية المالية للمقترض، الأمر الذي جعلها تقع في الإفلاس بعد عدم موضوعية الكثير من البيانات.<sup>4</sup>

10 - العمل في اقتصاد مضاربي وهمي: هو اقتصاد النقود واقتصاد خلق النقود والأرباح القائمة على ذلك بما فيها ما يتم عبر الانترنت حتى طغت المعاملات الحقيقية التي هي مبرر قيام السوق المالية، وانتشار ثقافة الربح السريع والانتقال إلى الرأسمالية المالية والتخلي عن الإنتاجية والخدمية،

<sup>1</sup> أسماء دردور، نسرین بن الزاوي، الأزمة المالية الحالية ومستقبل العولمة المالية، مداخلة مقدمة إلى الملتقى الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، مرجع سابق، ص : 174.

<sup>2</sup> محمد أيمن عزت ميداني، الأزمة المالية العالمية أسبابها وتداعياتها وانعكاساته، على الاقتصاد العالمي والعربي والسوري، الموقع الإلكتروني:

[http://mafhoum.com/syr/articles\\_09/midani.pdf](http://mafhoum.com/syr/articles_09/midani.pdf), 14/07/2011, 12 :53.

<sup>3</sup> مرابط ساعد، الأزمة المالية العالمية 2008 الجذور والتداعيات، مداخلة مقدمة إلى الملتقى الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، مرجع سابق، ص : 12.

<sup>4</sup> الموقع الإلكتروني:

[http://www.jps-dir.com/Forum/uploads/1364/Isra\\_23.pdf](http://www.jps-dir.com/Forum/uploads/1364/Isra_23.pdf), 18/08/2011, 12:53 .

وتزايد تراكم طبقات من الصفقات المالية البحتة التي تبعد أكثر فأكثر عن القطاع الحقيقي في الاقتصاد واتساع أحجامها.<sup>1</sup> " وهذا الاقتصاد الوهمي المبني على الثورة المعلوماتية والتكنولوجية الاقتصادية العالية التي أحدثت ثورة معلومات وسرعة تنقلها عبر شبكة الانترنت، جعلت الشركات الكبيرة والصغيرة ذات رأس مال حقيقي معين يتم تداول أسهمها في البورصات العالمية أو المحلية بأسعار تفوق رأس مالها الحقيقي بكثير ويتنافس الناس عبر شبكة الانترنت بالبيع والشراء دون أن يكون له تأثير مباشر على العمل الذي تقوم به الشركة أو حتى على منتجاتها الحقيقية في الواقع".<sup>2</sup>

**11 - تطبيقات العولمة الاقتصادية:** لقد افرز العقد الأخير من القرن السابق تربع الولايات المتحدة الأمريكية على قيادة العالم بفعل ظروف وعوامل اقتصادية وسياسية وعسكرية معينة، تبنت الولايات المتحدة بموجبها ايدولوجية عولمية يمثل جانبها الاقتصادي التحرير الواسع للأنشطة التجارية والمالية والخدمية من الناحية الوظيفية والهيكلية، واعتمدت لهذا الغرض استراتيجيات استخدمت فيها كل وسائل الترهيب والترغيب بغرض تعميم تطبيقاتها عالمياً.<sup>3</sup>

**12 - انخفاض سعر الفائدة إلى 1 % في عام 2003:** مما رفع الطلب على القروض وخاصة القروض العقارية ومع سهولة وتيسير هذه القروض تزايد الطلب عليها مما أدى إلى رفع سعر العقار في الولايات المتحدة، هذه الفقاعة في قطاع العقار الأمريكي أغرت البنوك الكبرى وصناديق الاستثمار على الدخول في سوق القروض العقارية الأمريكي ما أدى إلى نشر مخاطرها على نطاق أوسع.<sup>4</sup>

كما أن ارتفاع أسعار الغاز والنفط وارتفاع فاتورة أمريكا في حربها على العراق وأفغانستان أدت إلى تفاقم الأزمة وتسريع حدوثها، ولقد تنبأ اقتصاديون قبل أن تبدأ الحرب، بأن حرب العراق يمكن أن تتسبب بأزمة اقتصادية للولايات المتحدة الأمريكية، ففي نوفمبر من عام 2002 حذر أحدهم قائلاً " إن الحرب على العراق يمكن أن تكلف الولايات المتحدة مئات المليارات من

<sup>1</sup> على فلاح مناصير، وصفي عبد الكريم الكساسة، مرجع سابق.

<sup>2</sup> عبد المطلب عبد المجيد، الديون المصرفية المتعثرة والأزمة المالية المصرفية العالمية، مرجع سابق، ص، 303.

<sup>3</sup> المرجع السابق، ص: 303 .

<sup>4</sup> مصطفى الفحل، الأزمة المالية العالمية، الموقع الالكتروني:

الدولارات، وستقود إلى الفوضى والدمار في ظروف الكساد الاقتصادي القائم وستدفع العالم نحو الركود نظراً لآثار الحرب المعاكسة على أسعار النفط، التضخم ومعدلات الفائدة"، ويضع الاقتصادي والمستشار السابق لكلينتون جوزيف ستيفليتز لومه على حرب العراق باعتبارها "السبب الخفي لأزمة ضعف الثقة حالياً لأن البنك المركزي استجاب للاستئناف المالي المكثف للحرب بإغراق الاقتصاد بائتمانات رخيصة، وتم مضاعفة الإقراض لشراء البيوت، والتعاضد السريع للاستهلاك وكان الهبوط سيدفع الاقتصاد الأمريكي نحو الركود".<sup>1</sup>

### المطلب الثاني: مراحل الأزمة المالية العالمية 2008 والعوامل التي أدت إلى عالميتها

اندلعت أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية مع بداية العام 2007 وقد ظهرت الأزمة المالية العالمية بعد انفجار فقاعة سوق العقارات وأخذت تتطور الأحداث والأسباب عبر عدة مراحل وذلك تمهيداً لظهور الأزمة المالية العالمية في عام 2008، وكثير من العوامل والأسباب التي أخذت بمنحى هذه الأزمة إلى المستوى العالمي فباتت من أزمة رهون عقارية إلى أزمة مالية ثم أزمة اقتصادية تمس جميع القطاعات الاقتصادية امتدت تداعياتها وآثارها إلى بقية دول العالم بفعل الترابط الاقتصادي بينها.

### أولاً: مراحل الأزمة المالية العالمية 2008

سوف نتطرق إلى المراحل الكبرى التي مرت بها الأزمة المالية منذ بداية عام 2007 إلى الربع الأخير من عام 2008 وذلك كمايلي<sup>2</sup>:

- فيفري 2007: ظهور واضح لأعراض الأزمة المالية العالمية، حيث شهدت الولايات

المتحدة ارتفاعاً كبيراً في عدم قدرة المقترضين على دفع مستحقات قروض الرهن العقاري، ما أدى إلى أولى عمليات إفلاس مؤسسات مصرفية متخصصة.

<sup>1</sup> محمد احمد زيدان، فصول الأزمة المالية العالمية: أسبابها، جذورها وتبعاتها الاقتصادية، مداخلته مقدمة إلى مؤتمر حول الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي، مرجع سابق، ص: 6.

<sup>2</sup> اشرف محمد دوابه، الأزمة المالية العالمية "رؤية إسلامية"، دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع، مصر، 2009، ص: 15، 21.

- جوان 2007: ظهور مصرف الاستثمار الأمريكي Stearns Bear، كأول بنك كبير يعاني من خسائر قروض الرهن العقاري.

- أوت 2007: شهدت البورصات تدهوراً شديداً أمام مخاطر اتساع الأزمة وتدخلت المصارف المركزية لدعم سوق السيولة وفي مقدمتها البنك المركزي الأوروبي الذي قام بضخ 94,8 مليار يورو من السيولة، كما قامت الخزينة الفدرالية الأمريكية بضخ 24 مليار دولار، كما تدخل العديد من البنوك الأخرى مثل بنك اليابان والبنك الوطني السويسري.

- سبتمبر 2007: منح بنك إنجلترا قرضاً استعجالياً إلى مصرف Northern Rock لتجنبه الإفلاس، وقد تم بعد ذلك تأمينه.

- من أكتوبر إلى ديسمبر 2007: أعلنت عدة مصارف كبرى عن انخفاض كبير في أسعار أسهمها بسبب أزمة الرهن العقاري.

- جانفي 2008: خفض الاحتياطي الاتحادي الأمريكي "البنك المركزي" معدل فائدته الرئيسية ثلاثة أرباع النقطة، لتصل إلى 3,50%، ثم جرى التخفيض تدريجياً إلى 2% من جانفي إلى نهاية افريل 2008.

- فيفري 2008: قامت الحكومة البريطانية بتأمين بنك "Northern Rock"، وتضافرت جهود المصارف المركزية مجدداً لضخ أموال جديدة.

- مارس 2008: أعلنت الخزينة الفدرالية الأمريكية عن استعدادها لتقديم مبلغ يصل إلى 200 مليار دولار إلى مجموعة محدودة من البنوك الكبرى.

- مارس 2008: أعلن العملاق المصرفي الأمريكي JP Morgan Chase شراءه لمصرف Bear Stearns، الذي يعاني من صعوبات، بسعر متدن بدعم مالي من طرف الخزينة الفدرالية الأمريكية.

- جويلية 2008: اشتد الضغط على المؤسستين الأمريكيتين فريدي ماك وفاني ماي المتخصصةتين في إعادة تمويل القروض العقارية، وأعلنت الخزينة الأمريكية عن خطة لإنقاذ القطاع العقاري.



- 8 سبتمبر 2008: وضعت وزارة الخزانة الأمريكية مؤسستي فريدي ماك وفاني ماي تحت الوصاية طيلة الفترة التي تحتاجانها لإعادة هيكلة ماليتهما مع كفالة ديونها حتى حدود 200 مليار دولار.
- 15 سبتمبر 2008 : تفجرت الأزمة المالية العالمية بإعلان بنك الأعمال " ليمان براندرز" إفلاسه بعدما قارب المائة والستين عاما، وأعلن أحد أبرز المصارف الأمريكية وهو بنك " أوف أمريكا " شراء بنك آخر للأعمال في وول ستريت وهو " ميريل لينش " ، واتفقت عشرة مصارف دولية على إنشاء صندوق للسيولة برأسمال 70 مليار دولار لمواجهة لاحتياجاته، إلا إن هذا لم يمنع من تراجع البورصات العالمية.
- 16 سبتمبر 2008: قام الاحتياطي الاتحادي والحكومة الأمريكية بفعل الأمر بتأميم أكبر مجموعة لتأمين في العالم " AIG " المهددة بالإفلاس عبر منحها مساعدة بقيمة 85 مليار دولار.
- 17 سبتمبر 2008: واصلت البورصات العالمية تدهورها مع ضعف الإقراض في النظام المالية وفتحت المصارف المركزية العمليات الرامية لتقديم السيولة للمؤسسات المالية.
- 26 سبتمبر 2008: انهيار سعر سهم المجموعة المصرفية والتأمين البلجيكية الهولندية " فورتيس " في البورصة بسبب شكوك بشأن قدرتها على الوفاء بالتزاماتها.
- 28 سبتمبر 2008: تم الاتفاق على خطة الإنقاذ الأميركية في الكونغرس، وتم تأمين المجموعة المصرفية والتأمين البلجيكية الهولندية فورتيس " من قبل سلطات بلجيكا وهولندا ولوكسمبورغ. وفي بريطانيا تم تأمين بنك" برادفورد وبنغلبي " .
- 29 سبتمبر 2008: رفض مجلس النواب الأميركي خطة الإنقاذ، وانهارت وول ستريت بعد ساعات قليلة من تراجع البورصات الأوروبية بشدة، في حين واصلت معدلات الفوائد بين المصارف ارتفاعها مانعة المصارف من إعادة تمويل ذاتها، وأعلن بنك" سيتي غروب "الأميركي أنه يشتري منافسه" واكوفيا "بمساعدة السلطات الفدرالية.
- 1 أكتوبر 2008: أقر مجلس الشيوخ الأميركي خطة الإنقاذ المالي المعدلة بقيمة 700 مليار دولار.

ثانياً: العوامل التي أدت إلى عالمية الأزمة المالية العالمية 2008 " عولمة الأزمة "

توجد العديد من العوامل التي ساعدت على ظهور هذه الأزمة على صعيد عالمي وبالتالي انتشار آثارها وتداعياتها وهذا ما يزيد من خطورتها على الاقتصاد العالمي ككل.

### 1 - انتقال الأزمة من أزمة مالية إلى أزمة اقتصادية

أي نظام مالي قائم على دعمتين رئيسيتين هما المؤسسات المالية والأسواق المالية، ويبدو للوهلة الأولى بعدم وجود علاقة بين هاتين الدعمتين ولكن الحقيقة غير ذلك، حيث أن الأسواق المالية تعد مرآة لما يحدث في المؤسسات المالية مثل البنوك، مما دفع المستثمرين في الأسواق المالية وكرد فعل لانخفاض قيمة الأسهم التي يملكونها إلى بيع أسهمهم تجنباً لأي خسارة كبيرة، ومن ناحية أخرى بدأت أسهم شركات أخرى بالانخفاض كنتيجة طبيعية للنتائج السلبية التي حققتها أزمة السيولة لدى البنوك وانخفاض مستوى الطلب الكلي. فلفتلت عدوى الأزمة الأمريكية إلى جميع أنحاء العالم وأدت إلى انخفاض مؤشرات الأسواق المالية بشكل غير مسبوق، وسبب انتقال عدوى انخفاض مؤشرات أسواق الأوراق المالية بين الدول هو وجود العديد من القنوات الاستثمارية بين هذه الدول، مع ملاحظة أن نسبة التراجع لم تكن على وتيرة واحدة وهبط المؤشر العام حتى في دول لا توجد فيها استثمارات أمريكية في البورصة كالسعودية بنسبة تفوق هبوط المؤشر العام في دول أخرى لا تضع قيوداً على الاستثمارات الأجنبية ومن بينها الأمريكية كأوروبا<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> زائري بلقاسم، بلمهدي ميلود، "الأزمة المالية العالمية " أسبابها، أبعادها وخصائصها، مداخلة مقدمة إلى مؤتمر حول الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي، مرجع سابق، ص ص: 13، 14.

إن الأزمة المالية العالمية التي بدأت من القطاع العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية انتقلت بسرعة إلى باقي القطاعات الأخرى في أمريكا وتسببت في حدوث أزمات على مستوى هذه القطاعات:<sup>1</sup>

#### ■ أزمة الرهن العقاري:

وهي أول مرحلة من مراحل الأزمة حيث بدأت في الولايات المتحدة الأمريكية وأدت إلى زلزال اقتصادي نتج عنه إفلاس شركات الرهن العقاري وفقدان الملايين من الأسر لمنازلهم وممتلكاتهم، ولأن العالم يعيش عصر العولمة فإن تلك الأزمة امتدت لتتطال أوروبا ثم دول العالم الأخرى بما فيها الدول العربية، وهذه الأزمة أدت إلى تدهور القطاع العقاري وزيادة العرض على الطلب ثم انخفاض أسعار العقارات وأسعار الأراضي وتوقف المطورين العقاريين عن تنفيذ مشاريعهم أو تأجيلها.

#### ■ أزمة الائتمان:

وهذه جاءت تابعة لأزمة الرهن العقاري وهنا عجز الكثير من المؤسسات والأفراد عن الإيفاء بديونهم مما أدى إلى إفلاس العديد من البنوك وبالتالي ظهرت أزمة السيولة وظهر شح السيولة مما أدى بالبنوك المركزية إلى التدخل وضخ مئات المليارات إلى الأسواق ولكن دون جدوى نظرا لكبر حجم الأزمة وأن ما تم عمله لم يعد سوى إعطاء المسكنات المؤقتة، وهذه الأزمة امتدت كذلك لتتطال جميع دول العالم دون استثناء.

#### ■ أزمة الأسواق المالية:

هذا وقد امتدت تداعيات أزمة الرهن العقاري وأزمة الائتمان إلى أسواق العالم وبورصاته ابتداء من أسواق الولايات المتحدة الأمريكية إلى الأسواق الأوروبية وأسواق اليابان والشرق الأقصى وأخيراً الأسواق العربية حيث فقدت هذه الأسواق أكثر من 60 % من قيمتها بل أن الكثير من الشركات المساهمة وصلت أسعار أسهمها إلى ما دون قيمتها الدفترية بكثير وهذا يعني أن أغلب المواطنين فقدوا معظم ثرواتهم مما ينتج عنه الكثير من المشكلات السياسية والاجتماعية،

<sup>1</sup> محمد احمد زيدان، فصول الأزمة المالية العالمية: أسبابها، جذورها وتبعاتها الاقتصادية، مداخلة مقدمة إلى مؤتمر حول الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي، مرجع سابق، ص: 10 و 11.

وكانت هناك الكثير من الطلبات بضرورة إنشاء صناديق مركزية في كل دولة تقوم بدور المرجح واللاعب الأول في هذه الأسواق حفاظا على توازنها ومنعها من الانهيار.

#### ■ أزمة البترول:

ومع ظهور الأزمات المذكورة آنفا ظهرت أزمة البترول الجديدة، حيث انخفضت أسعار البترول خلال شهرين من 148 دولارا للبرميل إلى أقل من 50 دولارا مما يعني أن البترول فقد حوالي ثلثي قيمته وبالتالي بدأت أزمة جديدة لدى الدول المصدرة للبترول مما ستعكس آثارها السلبية على العالم أجمع، كما أن تداعيات الأزمات تلك قد أدت من جهة أخرى إلى فقدان الدول البترولية فوائدها المالية وتعرضت صناديقها السيادية إلى خسائر فادحة مما يعطي الانطباع لدى البعض بأن الدول العربية البترولية هي المقصودة في الأساس بهذه الأزمات.

المشكل اليوم خضم المرحلة الراهنة من تطور الرأسمالية أي مرحلة الليبرالية الاقتصادية

الجديدة والتي تدعى بالعولمة، المسجل أن الأزمة وحالات اللا استقرار غدت وصمة يوصم بها النظام الرأسمالي، كما تحولت سمتها الاستثنائية قصيرة الأجل وباتت نمطية طويلة الأجل تضرب في العمق وملاصقة بشكل عضوي لضرورة دورات الاقتصاد الرأسمالي، حتى أصبح الاقتصاد المراكز الصناعية الكبرى يدعى " اقتصاد الأزمات " تزامنا مع بروز ظاهرتين هما<sup>1</sup>:

- ظاهرة التسليع المرتكزة أساسا على إضفاء الطابع المادي السلعي على العالم وتحويل العالم إلى عالم يهتم بالاقتصاد وحساباته أكثر من أي أمر حياتي آخر بما في ذلك الأخلاق والقيم الإنسانية التي تتراجع تدريجيا وتستبدل بالعلاقات السلعية والربحية النفعية.
- ظاهرة الاميلة المرتكزة أساسا على إضفاء الطابع المالي الرأسمالي على العالم وتحويل العالم إلى عالم يهتم بالمال، المضاربة والتربح في البورصة " الاقتصاد الوهمي " أكثر من اهتمامه بالصناعة والزراعة أو الاستثمار في الربح في الاقتصاد الحقيقي.

<sup>1</sup> نور الدين جوادي، عقبة عبد اللاوي، الأزمات المالية سجل التدويل وأطروحات التعولم الثلاثي، مداخلته مقدمة إلى المؤتمر الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور إسلامي، مرجع سابق، ص: 6 .

كما أنه من الأهمية الإشارة أن الأزمات زمن لحظة العولمة الراهنة تتجاوز جغرافيا مراكزها وبؤرها لتنتشر دوليا وفقا لثلاث مستويات<sup>1</sup>:

- **أولاً:** بمستوى " خلل اقتصادي " فيما يتعلق بالاقتصاديات ذات معامل الارتباط الضعيف.
- **ثانياً:** بمستوى " مشكل اقتصادي " فيما يتعلق بالاقتصاديات ذات معامل الارتباط المتوسط.
- **ثالثاً:** بمستوى " الأزمة الاقتصادية " فيما يتعلق بالاقتصاديات ذات معامل الارتباط القوي.

## 2- العوامل التي أدت إلى عالمية الأزمة المالية العالمية 2008

يمكن تحليل عالمية الأزمة المالية المصرفية العالمية بالاعتماد على ثلاثة عوامل يتعلق العامل الأول والثاني بمختلف بلدان العالم ويرتبط العامل الثالث بالدول التي تتبع سياستها النقدية نظام الصرف الثابت مقابل الدولار، وتصب جميع العوامل في محور واحد وهو فقدان الثقة بالسياسة الاقتصادية الأمريكية.<sup>2</sup>

- **العامل الأول والأساسي** هو ظهور بؤر الكساد الاقتصادي في الولايات المتحدة الأمر الذي ينعكس على صادرات البلدان الأخرى وعلى أسواقها المالية.
- **أما العامل الثاني** فهو تعويض الخسارة حيث اعتاد بعض أصحاب رؤوس الأموال الاستثمار في عدة أسواق مالية في آن واحد، فإذا تعرضت أسهمهم في دولة ما للخسارة فليق أسهمهم في دولة أخرى قد لا تصيبها خسارة.

- وفيما يتعلق **بالعامل الثالث** فيتمثل في الخوف من هبوط جديد وحاد لسعر صرف الدولار مقابل العملات الرئيسية، وهبطت قيم الأسهم بين مطلع عام 1987 ومطلع عام 2008 سبع مرات بنسب عالية، وبسبب لجوء البنك المركزي الأمريكي إلى تخفيض أسعار الفائدة يتراجع سعر صرف الدولار مقابل العملات الأوروبية، وهذا التراجع يعني اقتصاديا حدوث خسارة في الاستثمارات بعملة الدولار سواء كانت في الولايات المتحدة الأمريكية أو خارجها خاصة في الدول التي تعتمد على سعر صرف ثابت للدولار مثل دول مجلس التعاون الخليجي، وعلى

<sup>1</sup> المرجع السابق، ص: 7.

<sup>2</sup> عبد المطلب عبد الحميد، الديون المصرفية المتعثرة والأزمة المالية المصرفية العالمية، مرجع سابق، ص ص: 284، 285.

هذا الأساس فإن حدوث أزمة مالية في الولايات المتحدة الأمريكية تقود إلى سحب الاستثمارات من هذه الدول أي المرتبطة بالدولار بسعر صرف ثابت لنتوطن في دول أخرى ذات عملات متغيرة أو معومة كأوروبا وبلدان جنوب شرق آسيا ، مع ملاحظة أن الأزمة في الولايات المتحدة لا تقتصر على قيم الأسهم بل تشمل الاقتصاد الحقيقي برمته فهي أزمة اقتصادية.

### المطلب الثالث: آثار الأزمة المالية العالمية 2008 والخطط المتخذة لمعالجتها

أكدت العديد من المؤسسات المالية الدولية وفي مقدمتها صندوق النقد الدولي أن الأزمة التي مست الاقتصاد الأمريكي لن تنجوا منها أي دولة من دول العالم، وأنها طالقت اقتصاد جميع الدول ولكن بنسب متفاوتة، وقد ظهرت تداعيات الأزمة على الاقتصاد العالمي بوضوح خلال الفترة المنقضية من عام 2008، بشكل أن العالم سيدفع ثمن التعافي من هذه الأزمة مع الولايات المتحدة الأمريكية.<sup>1</sup>

#### أولاً: آثار الأزمة على الاقتصاد العالمي

تعددت آثار وتداعيات هذه الأزمة وشملت جميع القطاعات وامتدت إلى قطاعات خارج الولايات المتحدة الأمريكية:

1. كان خريف 2007 شرارة البدء لتسارع كارثي في عدوى الأزمة المالية التي بدأت تنتشر في كل أسواق المال العالمية لتطيح بشركات مالية ومصرفية كبرى أو لتتحول إلى ملكية حكومية ومنها على سبيل المثال<sup>2</sup> : - بلغت خسائر Citigroup 5.11 مليار دولار ما يعادل 1.03 دولار للسهم، وتراجعت إيراداتها إلى 48 % لتبلغ 13.22 مليار دولار، وهذا ما دفع المجموعة عن أملها في جمع نحو 14 مليار دولار من عدد من المستثمرين في الصين والسعودية لرفع رأسمالها.

<sup>1</sup> حسين عبد المطلب الاسرج، الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها على التجارة الخارجية للدول العربية، دار الخلدونية للنشر والتوزيع، الجزائر، دراسات اقتصادية، 2006، العدد 13، ص: 77.

<sup>2</sup> بوعشة مبارك، الأزمة المالية: الجذور، الأسباب والآفاق، مداخلة مقدمة إلى الملتقى الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمي، مرجع سابق، ص: 12، 13.

- إفلاس بنك ليمان برانرز رابع أكبر بنك في الولايات المتحدة الأمريكية، ويشتري بنك " أوف أمريكا " بنك " كنتري وايد " أكبر ممول للرهن العقاري في الولايات المتحدة بقيمة 4 مليار دولار، وذلك محاولة منه لتفادي حالة الانهيار المالي.
- استحوذت الحكومة الأمريكية على شركتي " فريدي ماك وفاني ماك " المتخصصة بتوفير السيولة للجهات الممولة للمساكن، ووضعها تحت الحجز الفيدرالي لمساعدة النظام المالي الأمريكي على تحمل الخسائر المالية الهائلة التي لحقت بقطاع القروض العقارية.
- ضخت السلطات في بلجيكا ولوكسمبورغ وهولندا ما قيمته 11.2 مليار يورو مقابل حصص في رأسمال المجموعة المصرفية والتأمين البلجيكية " فورتيس " ومنعها من الانهيار.
- تراجعت أسهم Suisse Credit بنسبة 28.78 % .
- تم فتح خط ائتمان بقيمة 35 مليار اورو بكفالة الدولة لتفادي إفلاس البنك الألماني الخاص " هيبوريل أستيث " المتخصص في الشؤون العقارية.
- تم تأمين البنك البريطاني " برادفور أند بينغلي " وتصفيته وهو المؤسسة المالية البريطانية الرابعة إلى تفقد استقلاليتها منذ بداية أزمة الائتمان العالمية.
- 2. عدم الاستقرار والتذبذب في الأسواق المالية العالمية: أدت هذه الأزمة إلى إيجاد نوع من عدم الاستقرار والتذبذب في الأسواق المالية العالمية، وإلى وجود حالة من الخوف الشديد في أوساط المستثمرين بشأن مستقبل الاقتصاد، دفعت بالكثيرين منهم إلى عدم الرغبة في تحمل المخاطر، والبحث عن استثمارات آمنة في قطاعات أخرى بل ودفعت البعض للمطالبة بعلاوات عن المخاطر تفوق ما تقدمه الحكومات، علاوة على ما أحاط بعمليات الاندماج والاستحواذ من شكوك وغموض حيال الصفقات التي تتضمن مبالغ مالية جديدة من أدوات الدين.<sup>1</sup>
- 3. تحقيق عجز في موازنات الدول المتقدمة: حققت الولايات المتحدة الأمريكية عجزا قياسيًّا خلال العام المالي 2008/2007 بلغ 455 مليار دولار بزيادة قدرها 50 % ، أما بالنسبة لدول الاتحاد

<sup>1</sup> حسين عبد المطلب الاسرج، مرجع سابق، ص: 78.

الأوروبي فحقق الميزان التجاري عام 2008 عجزا بقيمة 27.2 مليار يورو مقارنة بـ 16.1 في العام 2007.<sup>1</sup>

4. ارتفاع حجم المديونية ليصل إلى 32 تريليون دولار أمريكي حسب إحصائيات وزارة الخزانة الأمريكية.<sup>2</sup>

5. انهيار البورصات: شهدت البورصات العالمية وفي أغلب دول العالم تقريبا انخفاضات كبيرة متعاقبة ومنتالية في أسعار الأوراق المالية بعد الانهيار الكبير الذي حدث للبنوك الكبرى والمؤسسات الأخرى، ففي 11 أكتوبر مثلا تراجع مؤشر داو جونز في بورصة وول ستريت الأمريكية بنسبة 7 % بمقدار 700 نقطة في بداية التعاملات، وفي أوروبا سجلت البورصات الأوروبية الرئيسية انخفاضا كبيرا مع بدء التفاعلات حيث انخفض مؤشر يورفرست 300 الرئيسي لأسهم الشركات الكبرى في أوروبا بنسبة 8 % وبذلك يبلغ معدل انخفاض المؤشر منذ بداية الأسبوع الأول للازمة أكثر من 22 %، وهبط مؤشر نيكاي الياباني بنسبة أكثر من 11 % ليسجل أكبر خسارة له في يوم واحد منذ انهيار الأسهم عام 1987.<sup>3</sup>

6. تنامي معدلات البطالة: من الآثار الهامة والمتنامية للازمة العالمية أنه بدأت تزداد معدلات البطالة الحالية والمحتملة بشكل مخيف، حيث فقد الملايين وظائفهم في كثير من دول العالم وأولها الاقتصاد الأمريكي فحتى نهاية عام 2008 فقد حوالي 2 مليون من الأمريكيين وظائفهم وارتفع معدل البطالة إلى 7 %، كما هو الحال في دول الاتحاد الأوروبي وآسيا والدول العربية والإفريقية حيث وصلت معدلات البطالة إلى 9 % في المتوسط.<sup>4</sup>

7. تذبذب أسعار الذهب والعملات: لوحظ على أسعار الذهب تغيرا صعودا وهبوطا أثناء الأزمة بشكل حاد فقد نجد خلال أيام انخفاضاً في أسعار الذهب يمثل انخفاضاً كبيراً ومن ناحية أخرى قد يحدث ارتفاع حاد بعد أيام أخرى. " وكان للتوتر الذي أصاب الأسواق المالية تأثيراً على أسواق النقد الأجنبي فقد زاد انخفاض سعر الصرف الفعلي الحقيقي للدولار الأمريكي مقارنة بما كان عليه

<sup>1</sup> إبراهيم عبد العزيز النجار، مرجع سابق، ص: 83، 85.

<sup>2</sup> محمد عبد الحميد عطية، الأزمة المالية وأثرها على أسواق المال، دار التعليم الجامعي، مصر 2010، ص: 259.

<sup>3</sup> عبد المطلب عبد الحميد، الديون المصرفية المتعثرة والأزمة المالية العالمية، مرجع سابق، ص: 319.

<sup>4</sup> المرجع السابق، ص: 322.



في منتصف 2007 في ظل تراجع الاستثمارات الأجنبية والسندات والأسهم الأمريكية والذي أحدثه انخفاض مستوى الثقة في سيولة هذه الأصول والعائد عليها فضلا على ضعف احتمالات النمو في الولايات المتحدة الأمريكية وزيادة توقعات خفض أسعار الفائدة " <sup>1</sup>، وفي المقابل شهدت العملات القابلة بتحويل تغيرات شديدة وعدم استقرار في أسعار الصرف أي العلاقة بين تلك العملات وبعضها البعض. <sup>2</sup> " انخفاض قيمة الدولار الأمريكي مقابل العملات الرئيسية الأخرى في العالم، حيث وصل الدولار إلى مستوى 100 ين ياباني وهو أدنى مستوى له منذ التسعينات، كما تجاوزت قيمة اليورو حاجز الدولار والنصف منذ صدور اليورو. <sup>3</sup>

8. انخفاض أسعار البترول: يعتبر البترول من السلع الإستراتيجية الهامة التي تأثرت تأثرا كبيرا خلال الأزمات المالية بسبب الطلب المنخفض المرونة، عندما اندلعت الأزمة المالية العالمية 2008 ترتب عليها تذبذب في أسعار البترول ارتفاعا وانخفاضا، ونظرا لتوقعات الاقتصاديين لتعرض الاقتصاد العالمي لموجات من الركود وإعلان معظم الدول إصابتها بحالة من الركود الاقتصادي فقد انخفضت أسعار البترول في شهر نوفمبر 2008 إلى مستوى 50 دولار للبرميل ثم انخفضت إلى 36.37 دولار للبرميل ويفقد ثلاثة أرباع قيمته 75.3 % خلال شهرين فقط من الأزمة. <sup>4</sup>

9. الأثر على المدخرات والمدخرين: إن اثر الأزمة المالية العالمية 2008 على المدخرات والمدخرين سلبيًا حيث سعى الكثير من المودعين إلى سحب ودائعهم من البنوك وذلك نتيجة لفقدان ثقة المدخرين في البنوك هذا بالإضافة إلى انخفاض القيمة الحقيقية للمدخرات وخاصة مع تحولها إلى أوراق مالية في البورصات، وأصبح من الخطأ الكبير الاحتفاظ بالمدخرات في العملات " مثل الدولار " تنخفض وفي أوراق مالية تفقد قيمتها السوقية، وأصبح أفضل وسيلة لحماية المدخرات في ظل الأزمة هو الاستثمار في أصول حقيقية متعددة. <sup>5</sup>

<sup>1</sup> <http://www.imf.org/external/arabic/pubs/ft/weo/2008/01/pdf/suma.pdf>, le 14/09/2011, 15 :38.

<sup>2</sup> عبد المطلب عبد الحميد، الديون المصرفية المتعثرة والأزمة المالية العالمية، مرجع سابق ص: 322.

<sup>3</sup> مرابط ساعد، الأزمة المالية العالمية 2008 الجذور والتداعيات، مداخله مقدمة إلى الملتقى الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحكمة العالمي، مرجع سابق، ص: 13.

<sup>4</sup> إبراهيم عبد العزيز النجار، مرجع سابق، ص: 93.

<sup>5</sup> عبد المطلب عبد الحميد، الديون المصرفية المتعثرة والأزمة المالية العالمية، مرجع سابق، ص: 333.

10. زيادة تباطؤ معدلات النمو منذ شهر جانفي 2008 وانخفاض معدلات النمو في الدول

الصناعية من 1.4 % سنة 2008 إلى 0.3 % للسداسي الأول من سنة 2009.<sup>1</sup>

11. انخفاض المؤشر العام لثقة المستهلكين إلى أدنى مستوى له منذ عام 1992 نتيجة تخوف

المستثمرين، حيث تراجع كل من مؤشر النشاط الصناعي في نيويورك ومؤشر الطلب على

الاستهلاك إلى أدنى قيم لهما منذ أكتوبر 2001، وانخفاض معدل استخدام الطاقة الإنتاجية إلى

أدنى مستوى له.<sup>2</sup>

### ثانيا: آثار الأزمة على الاقتصاد العربي

إن الأزمة المالية العالمية 2008 كان لها العديد من الانعكاسات والآثار على جميع دول

العالم، بما في ذلك الدول العربية التي لم تكون في منأى من هذه الأزمة فتأثرت الدول العربية ولكن

بنسب متفاوتة وفي قطاعات مختلفة، وذلك حسب درجة الانفتاح الاقتصادي والمالي على العالم

الخارجي وحجم العلاقات الاقتصادية لكل دولة والعالم الخارجي.

إن انكشاف البنوك العربية على هذه الأزمة وأدوات الرهن العقاري يعتبر محدوداً، فمعظم

البنوك العربية لا تستثمر سوى القليل في مثل هذه الأدوات، أما البنوك التي لها حيازة في صناديق

تحوط تستثمر في سندات مغطاة بأصول عقارية ف خسارتها ستكون بقدر حيازتها لمثل تلك الأصول،

وحسب استطلاع أجرته شركة التصنيف الائتماني "ستاندرد آند بورز " أخيراً فإن مجموع

استثمارات بنوك المنطقة في سندات الرهن العقاري ذات التصنيف الائتماني المنخفض لا يزيد على

1% من مجموع أصول هذه البنوك.<sup>3</sup>

وفي هذا الإطار يمكن تقسيم الدول العربية إلى ثلاث مجموعات من حيث مدى تأثرها

بالأزمة المالية العالمية كمايلي:

<sup>1</sup> مرابط ساعد، الأزمة المالية العالمية 2008 الجذور والتداعيات، مداخله مقدمة إلى الملتقى الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمي، مرجع سابق، ص: 13، 14.

<sup>2</sup> محمد عبد الحميد عطية، مرجع سابق، ص: 260.

<sup>3</sup> حازم الببلاوي، الأزمة المالية الحالية، الموقع الإلكتروني:

<http://www.midadulqalam.info/midad/modules.php?name=News&file=article&sid=1007#a6> , le 14/09/2011, 15:38.

• **المجموعة الأولى:** الدول العربية ذات درجة الانفتاح الاقتصادي والمالي الكبيرة وأهمها

دول مجلس التعاون الخليجي.

• **المجموعة الثانية:** الدول العربية ذات درجة الانفتاح الاقتصادي والمالي المتوسطة مثل

الأردن، تونس ومصر.

• **المجموعة الثالثة:** الدول العربية ذات درجة الانفتاح الاقتصادي والمالية الضعيفة مثل

الجزائر، ليبيا والسودان.

وكانت انعكاسات الأزمة على دول هذه المجموعات كما يلي<sup>1</sup>:

بالنسبة للمجموعة الأولى فإن اقتصاديات هذه الدول أصبحت عرضة لمخاطر عديدة لأن

حكومات دول هذه المجموعة والبنوك والأفراد يستثمرون مبالغ مالية معتبرة في الخارج خاصة في

الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا، وقد لحقت بأموال المستثمرة في السندات المغطاة بأصول

عقارية أو في صناديق التحوط خسائر كبيرة وتشير بعض التقديرات أنها وصلت إلى حوالي 500

مليار دولار في دول الخليج خاصة الإمارات وقطر والكويت، ويشكل النفط المصدر الرئيسي

للدخل الوطني في هذه الدول، فإن الانخفاض الحاد في أسعاره في الأسواق العالمية من 147 دولار

للبرميل في منتصف عام 2008 إلى من 35 دولار في بداية 2009 بفعل انخفاض الطلب العالمي

عليه في أعقاب الأزمة يهدد اقتصاديات هذه الدول على الأقل في المدى المتوسط بعجز الموازنات

العامة، وانخفاض معدلات

النمو الاقتصادي وارتفاع حجم البطالة واختلال الميزان التجاري، كما تأثرت البورصات الخليجية

بالأزمة رغم عدم ارتباطها بالأسواق العالمية أو ارتباطها الخفيف.

أما دول المجموعة الثانية فإن تأثر دول هذه المجموعة بالأزمة سيكون أقل من تأثر دول

المجموعة الأولى باستثناء تأثر البورصات فسيكون التأثير عليها بنفس مستوى تأثر بورصات دول

المجموعة الأولى، و تأثر هذه الدول بالأضرار المتمثلة في:

- اختلال موازين المدفوعات.

<sup>1</sup> عيسى بن ناصر، انعكاسات الأزمة المالية العالمية على اقتصاديات الدول العربية، مداخلة مقدمة إلى الملتقى الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، مرجع سابق، ص: 8، 10.

- انخفاض الطلب على الصادرات غير البترولية.
- تباطؤ تدفق رأسمال والاستثمارات الأجنبية.
- انخفاض المداخل السياحية خاصة بالنسبة لمصر وتونس.
- ارتفاع معدل البطالة.

وفي الأخير دول المجموعة الثالثة التي يعتبر التأثير عليها محدودا، باستثناء قطاع النفط في الدول النفطية " الجزائر، ليبيا... الخ " سيكون في مستوى تأثر دول المجموعة الأولى، وقدر كذلك المنتدى الاقتصادي في بيروت حجم الخسائر التي لحقت بالاقتصاد العربي بحوالي 2.5 ترليون دولار، وخسائر الأموال العربية المستثمرة في الخارج بحوالي ترليون دولار، وقدر صندوق النقد العربي خسائر الأسهم في البورصات العربية سنة 2008 بحوالي 367 مليار دولار .

### ثالثا: الخطط المتخذة لمعالجة الأزمة المالية العالمية 2008

إن تصاعد الأزمة المالية العالمية 2008 وامتداد آثارها إلى العديد من دول العالم، وفي ظل احتواء هذه الأزمة فإن العديد من الدول والمجموعات الاقتصادية في العالم قامت باتخاذ إجراءات للحد من الأزمة ف أعلنت خططا متعددة لمواجهة تداعيات الأزمة المالية العالمية 2008، " فتدخلت الدول الصناعية الكبرى لوضع حد للمضاربة بالقروض والسندات، وكذلك بتخصيص مئات المليارات من الدولارات لدعم البنوك المتعثرة على أساس حمايتها من الانهيار، وهذا الدعم مقابل تملك الحكومات لحصص من البنوك التي تستفيد من الدعم والتدخل في سياساتها وإدارتها لضبط نشاطاتها وتعاملاتها"<sup>1</sup>.

وفي ما يلي تلخيص لمضامين أهم هذه الخطط والإجراءات:

#### 1- خطة الإنقاذ المالي الأمريكية:<sup>2</sup>

هي الخطة التي صاغها وزير الخزانة الأمريكية هنري بولسون، وذلك لإنقاذ النظام المالي الأمريكي بعد أزمة الرهن العقاري، وتهدف الخطة إلى تأمين حماية أفضل للمدخرات والأموال

<sup>1</sup> عبد القادر بلطاس، مرجع سابق، ص: 71.

<sup>2</sup> عبد المطلب عبد الحميد، الديون المصرفية المتعثرة والأزمة المالية العالمية، مرجع سابق، ص ص: 337، 340.

العقارية، والتي تعود إلى دافعي الضرائب، كما تهدف إلى حماية الملكية وتشجيع النمو الاقتصادي وزيادة عائدات الاستثمارات إلى أقصى حد ممكن ، وتقوم الخطة على شراء الديون الهالكة التي تهدد السوق المالية الأمريكية بالانهيار، وتضمنت خطة الإنقاذ أيضا جانبا خاصا بشركتي "فاني ماي" و"فريدي ماك" كبرى شركات التمويل لقاء الرهن والمعرضتين للإفلاس بعدما شارفتا على الانهيار، حيث تملك وتدعم الشركتان المتضررتان رهونا عقارية قيمتها 5 تريليونات دولار تعادل نحو 50% من الرهونات العقارية في الولايات المتحدة ، وبموجب الخطة تضمن إدارة الإسكان الفدرالية زيادة سقف القروض التي تشتريها الشركتان إلى 625 ألف دولار.

وتضمنت الخطة مايلي:

- السماح للحكومة الأمريكية بشراء أصول هالكة بقيمة 700 مليار دولار، وتكون مرتبطة بالرهن العقاري.
- يتم تطبيق الخطة على مراحل بإعطاء الخزينة الأمريكية إمكانية شراء أصول هالكة بقيمة تصل إلى 250 مليار دولار في مرحلة أولى، مع احتمال رفع هذا المبلغ إلى 350 مليار دولار بطلب من رئيس الولايات المتحدة الأمريكية، ويملك أعضاء الكونغرس الأمريكي حق النقض (الفيتو) على عمليات الشراء، التي تتعدى هذا المبلغ مع تحديد سقفه بسبعمئة مليار دولار .
- تساهم الدولة الأمريكية في رؤوس أموال وأرباح الشركات المستفيدة من هذه الخطة، مما يسمح بتحقيق أرباح إذا تحسنت ظروف الأسواق.
- يكلف وزير الخزانة بالتنسيق مع السلطات والمصارف المركزية لدول أخرى، لوضع خطط مماثلة.
- رفع سقف الضمانات للمودعين من 100 ألف دولار، إلى 250 ألف دولار لمدة عام واحد.
- منح إعفاءات ضريبية تبلغ قيمتها نحو 100 مليار دولار للطبقة الوسطى والشركات.

- تحديد التعويضات لرؤساء الشركات عند الاستغناء عنهم.
- منع دفع تعويضات تشجع على مجازفات لا فائدة منها، وتحديد المكافآت المالية لمسؤولي الشركات الذين يستفيدون من التخفيضات الضريبية بخمسمائة ألف دولار.
- استعادة العلاوات التي تم تقديمها على أرباح متوقعة لم تتحقق بعد.
- يشرف مجلس مراقبة على تطبيق الخطة، ويضم هذا المجلس رئيس المجلس الاحتياطي الاتحادي ووزير الخزانة ورئيس الهيئة المنظمة للبورصة.
- يحافظ مكتب المحاسبة العامة التابع للكونغرس على حضور الاجتماعات الدورية في الخزانة، وذلك لمراقبة عمليات شراء الأصول والتدقيق في الحسابات.
- تعيين مفتش عام مستقل لمراقبة قرارات وزير الخزانة.
- يدرس القضاء القرارات التي يتخذها وزير الخزانة .
- اتخاذ إجراءات ضد عمليات وضع اليد على الممتلكات.

## 2 - خطة دول منطقة اليورو:

صادقت دول الاتحاد الأوروبي في منتصف شهر أكتوبر 2008 في بروكسل على الخطة الأوروبية المشتركة لمواجهة الأزمة المالية العالمية 2008 بالموافقة على منح ضمانات حكومية للقروض المصرفية المتبادلة بين بنوك الاتحاد الأوروبي، والنظر في إمكانية التأمين الكامل أو الجزئي للبنوك التي وجدت نفسها على حافة الإفلاس، مع الاتفاق على عقد قمة اقتصادية من أجل إصلاح المنظومة المالية العالمية وتعهد القادة الأوروبيون بالمساعدة أو الاكتتاب المباشر لرفع الديون عن البنوك لفترات تصل إلى خمسة أعوام في تكملة لجهود البنك المركزي الأوروبي لاستئناف عمليات التسليف بين البنوك، وفي هذا يقول رئيس مجلس وزراء المالية

لدول منطقة اليورو " جان كلود يونكر " على واشنطن إقرار خطة التي تسمح للخطة الأمريكية بشراء الأصول مرتفعة المخاطر المرتبطة بسوق الرهن العقاري من البنوك " كما يقول رئيس البنك المركزي الأوروبي جون كلود تريشيه لابد من إقرار خطة من أجل الولايات المتحدة ومن أجل الصناعة المالية العالمية.<sup>1</sup>

وكانت هناك الكثير من التحركات الأحادية من طرف الدول الأوروبية لمواجهة هذه الأزمة منها<sup>2</sup>:

- في فرنسا أعلن الرئيس الفرنسي أن بلاده اعتمدت خطتين لمساعدة البنوك على التغلب على الأزمة وهما: الأولى بقيمة 300 مليار يورو كضمانات للقروض المشتركة بين البنوك، والثانية بقيمة 1 مليار يورو للحصول على حصص الشركات والمؤسسات المالية المتعثرة فضلا عن إنشاء صندوق سيادي لمصلحة الشركات الإستراتيجية التي تواجه صعوبات مالية، وفي نوفمبر 2008 أعلن عن خطة جديدة لمساعدة قطاع الإسكان والسيارات بقيمة 26 مليار يورو.
- أما في ألمانيا أعلن عن خطة الإنقاذ المالي قيمتها 500 مليار يورو، تم بموجبها تأسيس صندوق لاستقرار الأسواق المالية لدعم القاعدة الرأسمالية للمؤسسات المالية حتى نهاية 2009 وتخصيص 400 مليار يورو كضمانات مصرفية، بالإضافة إلى توفير 100 مليار يورو من بينها 80 مليار يورو لإعادة رسملة المؤسسات المصرفية.
- وفي بريطانيا تم تخصيص 37 مليار جنيه إسترليني لشراء الأسهم في عدد من كبرى البنوك البريطانية، وقامت بإجبار البنوك على الحد من المكافآت التي تمنحها لمديرها، وفي شهر نوفمبر 2008 أعلنت الحكومة البريطانية عن خطة أخرى لإنعاش الاقتصاد البريطاني بقيمة 20 مليار جنيه إسترليني وتخفيض ضريبة القيمة المضافة على السلع الاستهلاكية من 17.5 % إلى 15 % حتى نهاية 2009 .

<sup>1</sup> بو عشة مبارك، الأزمة المالية: الجذور، الأسباب والأفاق، مداخل مقدمة إلى الملتقى الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحكومة العالمي، مرجع سابق، ص: 18.

<sup>2</sup> إبراهيم عبد العزيز النجار، مرجع سابق، ص ص: 115، 118.

### 3 - خطة دول مجموعة البلدان الصناعية

وضعت مجموعة الدول الصناعية السبع الكبرى ( الولايات المتحدة، بريطانيا، فرنسا، ألمانيا، إيطاليا، اليابان وكندا ) خطة تحرك لمواجهة الأزمة المالية العالمية 2008، وتعهد أعضاؤها بمنع إفلاس البنوك الكبرى واتفقت القمة على مواصلة العمل من أجل استقرار الأسواق المالية وإعادة تدفق القروض لدعم النمو الاقتصادي العالمي واتخاذ جميع الإجراءات الضرورية لتحريك القروض والأسواق النقدية كي تتمكن المؤسسات المالية من الحصول على السيولة والرساميل، كما أعربت المجموعة من استعدادها للقيام بكل ما هو ضروري لتحريك سوق قروض الرهن الذي كان سبب الأزمة المالية العالمية 2008.<sup>1</sup>

وجاءت هذه الخطة في خمس نقاط تمثلت في<sup>2</sup>:

- اتخاذ كافة الإجراءات اللازمة واستخدام كل الأدوات المتوفرة لدعم المؤسسات المالية ذات الأهمية في النظام المالي ومنعها من الإفلاس.
- اتخاذ كل الإجراءات اللازمة لتحرير الأسواق النقدية والتأكد من وصول البنوك والمؤسسات المالية إلى السيولة الملائمة.
- العمل على تمكين بنوك المجموعة وغيرها من المؤسسات المالية الوسيطة الكبرى "عند الضرورة" من جمع رؤوس الأموال من المصادر العامة والخاصة على حد سواء، وبمبالغ كافية لإعادة الثقة فيها والسماح لها بمواصلة الإقراض الاستهلاكي والاستثماري.
- العمل على أن تكون البرامج الوطنية في دول المجموعة لضمان الودائع المصرفية متينة ومتجانسة، بما يسمح لصغار المودعين بمواصلة ثقتهم في سلامة ودائعهم.

<sup>1</sup> فريد كورتل، "الأزمة المالية العالمية" لمحة عامة، التنبؤ الوقائي للأزمة، فرص الاستثمار المتاحة والحلول الممكنة لمواجهةها"، مداخلة مقدمة إلى المنتدى الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، مرجع سابق، ص: 13.

<sup>2</sup> إبراهيم عبد العزيز النجار، مرجع سابق، ص: 120، 121.



- اتخاذ القرارات الملائمة في الوقت المناسب لإنعاش أسواق الرهن العقاري الثانوية وغيرها من الأصول، مع ضرورة إجراء عمليات تقييم دقيقة ونشر معلومات شفافة عن هذه الأصول وتطبيق معايير المحاسبة المناسبة بالنسبة لها.

#### 4 - خطة مجموعة العشرين للدول الصناعية:

انعقدت قمة هذه المجموعة في 15 نوفمبر 2008 بواشنطن، ونص البيان الختامي لها على خطة عمل من جزأين هما:

- التعاون الدولي في ضبط النظام المالي العالمي، وإصلاح المؤسسات المالية العالمية لمساعدة الدول الفقيرة.

- إعداد خطة لدعم الشفافية وإعادة الثقة في الأسواق فضلا عن تحسين ضوابط العمل بها، مع العمل على مراجعة قواعد المحاسبة الدولية، وتحسين أداء سبل تقويم الشركات لأصولها، مع التأكيد على مبادئ اقتصاد السوق والتجارة الحرة ونظم الاستثمار.

وقد اتخذت القمة عدة قرارات أهمها:

- إقراض صندوق النقد الدولي نحو 100 مليار دولار لمساعدة الدول الأكثر تضررا من الأزمة المالية.
- إنشاء هيئة لمراقبة أكبر ثلاثين مصرفا في العالم تحت مسمى هيئة المراقبين.
- مراجعة نظام التصويت داخل صندوق النقد الدولي والبنك الدولي لإفساح المجال أمام أكبر الاقتصاديات الناشئة.
- الدعوة لتشديد الرقابة على قطاعات الائتمان.

<sup>1</sup> ناصر مراد، الأسباب والآثار وسياسي مواجهتها - الأزمة المالية العالمية -، مداخلة مقدمة إلى الملتقى الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، مرجع سابق، ص: 10.

يتضح أن مجموعة العشرين قد اتفقت فيما بينها على ضرورة إصلاح نظام النقد الدولي، وعلى أهمية تحديث نظمها المالية، إلا أنها لم تلتزم بتنسيق موحد لتخفيض أسعار الفائدة.

### 5- خطة روسيا<sup>1</sup>:

أقر مجلس الدوما الروسي (البرلمان) خطة اقترحها الرئيس "ديمتري ميدفيديف" لإنقاذ القطاع المصرفي في البلاد بقيمة 63 مليار يورو ( 84 مليار دولار)، وسيتم توفير مبالغ الخطة من الاحتياطي النقدي الروسي وبتحويل من بنك التنمية، حيث ستحصل البنوك المتعثرة على القروض من هذه المبالغ، كما أكد رئيس الوزراء " فلاديمير بوتين " عزم حكومته البدء في شراء سندات الشركات الروسية بقيمة تصل إلى خمسة مليارات يورو ( 6.65 مليارات دولار)، كما قرر البنك المركزي الروسي تخفيض الاحتياطي الإلزامي للبنوك، في خطوة مؤقتة إلى 0.5 % بغية زيادة السيولة في القطاع المصرفي، وإرساء الاستقرار في السوق المالية الداخلية وتعزيز السيولة في القطاع المصرفي الروسي.

### 6 - خطة دول الخليج<sup>2</sup>:

اتخذت دول خليجية عدة إجراءات لمواجهة الأزمة المالية العالمية 2008 وتخفيف حدة التوترات في الأسواق، فقد قرر مصرف الإمارات المركزي أن يتيح للبنوك قروضا قصيرة الأجل من خلال تسهيل بقيمة خمسين مليار درهم ( 13.61 مليار دولار ) وخصص المصرف تسهيلات للبنوك لاستخدامها كقروض مصرفية استثنائية بهدف تخفيف التوترات في القطاع المصرفي ، ومنحت التسهيلات للبنوك إعادة شراء كل شهادات الإيداع التي تكون الفترة المتبقية من أجلها 14 يوما أو أكثر على أن يساوي أجل إعادة الشراء أو يقل عن الفترة المتبقية من الشهادات المقدمة كضمان أو أن يكون الحد الأقصى للأجل ثلاثة أشهر ، كما ألغى المصرف المركزي قاعدة الأيام

<sup>1</sup> محمد احمد زيدان ، فصول الأزمة المالية العالمية: أسبابها، جذورها وتبعاتها الاقتصادية ، مداخله مقدمة إلى مؤتمر حول الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي، مرجع سابق، ص: 20 .  
<sup>2</sup> فريد كورتل، الأزمة المالية العالمية " لحظة عامة، التنبؤ الوقائي للأزمة، فرص الاستثمار المتاحة والحلول الممكنة لمواجهةها ، مداخله مقدمة إلى الملتقى الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، مرجع سابق، ص: 15 ، 16 .

السته للسحب على المكشوف من الحسابات الجارية بصفة مؤقتة لإتاحة سيولة للبنوك في الأجل القصير.

وفي خطوة إجرائية أخرى أعلن بنك الإمارات دبي الوطني التقليل من القروض الكبيرة وخطط السداد طويلة الأجل تشجيعاً منه للإقراض الذي يتسم بالإحساس بالمسؤولية وقال البنك إن القروض ذات المبالغ الضخمة وفترات السداد الطويلة التي يمكن أن تؤدي إلى فرض ضغوط على المقترض سيتم تقليلها إلى أدنى حد ممكن ، واستحدث البنك خطة تسمح للعملاء بإمكانية إعادة القروض دون أن يتحملوا أي رسوم خلال أسبوع، وفي الكويت عرض البنك المركزي أموالاً لليلة واحدة ولأسبوع ولشهر للبنوك لإظهار استعداداته لضمان توفير سيولة كافية بعد الهبوط الأخير للبورصة.

وتأمل الحكومة الكويتية من خلال هذا الإجراء تخفيض أسعار الفائدة بين البنوك، مؤكدة استعدادها لضخ مزيد من الأموال إذا تطلب الأمر ذلك رغم المخاوف من ارتفاع التضخم وفي قطر اشترت هيئة الاستثمار ما بين 10% و 20% من رأسمال البنوك المدرجة في سوق الدوحة للأوراق المالية لتعزيز الثقة في السوق ، وتهدف الخطوة القطرية بشراء الأسهم إلى ضخ سيولة لتعزيز قدرة البنوك القطرية على تمويل مشروعات التنمية في المرحلة القادمة بشكل أوسع وتأكيد الثقة الكبيرة في أوضاعها المالية، وفي المملكة العربية السعودية أعلن المصرف المركزي أنه سيوفر أي سيولة تحتاجها البنوك

#### المطلب الرابع: قنوات انتقال الأزمة المالية العالمية 2008

إن الأزمة المالية العالمية 2008 التي بدأت أعراضها في القطاع العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية، ثم انتقلت إلى قطاعات أخرى، حيث أدت إلى هبوط أسهم الشركات غير العقارية في أسواق الأوراق المالية الدولية كما أن هذه الأزمة امتدت آثارها إلى مستوى عالمي،

وتوجد مجموعة من الآليات في ظل العولمة ساعدت على انتقال الأزمة إلى مختلف الاقتصاديات العالمية.

#### أولاً: آلية أسعار الأصول المالية

في ظل العولمة فإن حركة الأموال بين الدول قد تحررت وتضاعف حجمها عشرات المرات خلال العقود الخمسة الأخيرة، وبالتالي فإن تدفقها إلى داخل أو خارج دولة أو إقليم ما بحثاً عن الأرباح بهذه الأحجام الضخمة يمكن أن يخلق حالات اختلال سوقي يترتب عليها تغيرات حادة في أسعار الأسهم والسندات والفوائد، وعلى سبيل المثال فإن تدفق أموال المضاربة والاستثمار بأحجام كبيرة إلى سوق دولية أو إقليم ما سيخفض أسعار الفوائد ويرفع أسعار الأسهم والأصول المالية الأخرى بشكل حاد ويزيد بشكل كبير من أرباح المضاربين في أسواق المالية<sup>1</sup>.

وقد رفعت العولمة من الروابط بين اقتصاديات العالم من خلال أسواق رأس المال وتدفقات التجارة بما يؤدي لتوزيع المدخرات ومن ثم الاستثمارات على نحو كفاء في العالم مقارنة بما حدث في الماضي حينما اقتصر الاستثمار المحلي في معظم دول على المدخرات المحلية، إلا أن العولمة تحمل على أرض الواقع تأثيرات سلبية على دول العالم، حيث تعرض الاقتصاد العالمي إلى أزمات عنيفة كتلك التي مر بها في العقدين الماضيين، ومع ارتباط الأسواق وحركات التدفق المالي أصبحت الأزمات المالية تنتقل من دولة إلى أخرى وهذا ما ظهر في أزمة دول جنوب شرق آسيا عام 1997، كان احتمال ظهور الفقاعة في الأسواق المالية اعتباراً مهماً بالنسبة لصناع السياسة، فقد تبنى الأسواق المالية على حياة خاصة من خلال الفقاعات التي تستمر عدد من السنوات، وحتى الفقاعات التي تستمر فترة قصيرة لكن تترتب عليها نتائج كبيرة، وقد

<sup>1</sup> بو عافية سمير، فريد مصطفى، التعامل بالمشتقات المالية كأحد عوامل ظهور الأزمة المالية العالمية الحالية، مداخلة مقدمة إلى الملتقى الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، مرجع سابق، ص: 6.

تولد الأزمات المالية التي تنتشر عبر البلدان خسائر اقتصادية واجتماعية كبيرة، وقد كان هذا دافعا لأبحاث التي تدور حول سبب انتشار الأزمات ومداها.

ويمكن اعتبار آلية أسعار الأصول المالية مشابهة لما حدث في الاقتصاد الأمريكي خلال السنوات القليلة السابقة لمرحلة التراجع والانهييار، حيث تدفقت رؤوس الأموال الأوروبية والآسيوية والشرق الأوسطية إلى السوق الأمريكي من خلال البنوك وصناديق الاستثمار، للاستفادة من فرص الاستثمار المالية الواعدة عالية المردود، حيث ضخت هذه الأموال الهائلة في السوق الأمريكي لتمويل الإنفاق الهائل لهذا الاقتصاد بقطاعيه الخاص والعام، على صعيد القطاع الخاص استخدمت نسبة كبيرة من هذه الأموال لتمويل النفقات الاستهلاكية الأمريكية كسواء القصور والسيارات الفاخرة... الخ، لقد كان لتهافت مدراء البنوك والمؤسسات العقارية وشركات التأمين على جني الأرباح والمكافآت دافع كبير إلى التنافس في منح التسهيلات الائتمانية لجميع الأفراد الراغبين دون تمحيص أو التأكد من جدارتهم الائتمانية، أما على صعيد القطاع العام فإن التوسع في الإنفاق غير المسبوق للإدارة الأمريكية وخاصة في المجالات العسكرية لتمويل الحروب الأمريكية في أفغانستان والعراق وغيرها إضافة إلى برامج غزو الفضاء قد ساهم في رفع المديونية العامة إلى مستويات خطيرة وغير مسبوقة، مثل هذه التكاليفات في أسعار الفائدة الأمريكية تؤدي إلى تغيرات موازية في أسعار الفوائد الأجنبية من خلال ما يعرف بآلية تعادل أسعار الفوائد الدولية وتتضمن هذه الآلية بالنسبة للدول التي تثبت عملتها مقابل الدولار بأن تقوم بتعديل أسعار فائدها المحلية بنسب معادلة لتغيرات الفوائد الأمريكية مما يفقدها استقلالية سياستها النقدية.<sup>2</sup>

ثانيا: آلية أسعار الصرف الأجنبي

<sup>1</sup> نور الدين جوادي، عقبة عبد اللاوي، "الأزمات المالية" سجل التدويل وأطروحات التعولم الثلاثي، مداخله مقدمة إلى المؤتمر العلمي الدولي حول الأزمة المالية العالمية المعاصرة من منظور إسلامي، مرجع سابق، ص: 11، 12.

<sup>2</sup> بوعافية سمير، فريد مصطفى، التعامل بالمشتقات المالية كأحد عوامل ظهور الأزمة المالية العالمية الحالية، مداخله مقدمة إلى الملتقى الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، مرجع سابق، ص: 7.

تركت أسعار الصرف الأجنبي منذ انتهاء نظام بريتن وودز عام 1971 دون أي غطاء ذهبي، وأعطيت الدول في النظام النقدي الجديد حرية التعويم أو إدارة أو تثبيت عملتها مقابل عملة دولية رئيسية أو سلة من العملات الرئيسية، ولجأت معظم الدول المتقدمة في أعقاب فترة وجيزة من التعويم الحر تميزت بعدم الاستقرار في أسعار الصرف الأجنبي، إلى نظام التعويم المدار الذي يسمح لسلطاتها النقدية بالتدخل المحدود في أسواق صرفها للحيلولة دون حدوث تغيرات كبيرة في أسعار صرفها، وفي المقابل فإن غالبية الدول النامية بما فيها عدد كبير من الدول العربية قد اختارت تثبيت أسعار صرف عملتها مع الدولار الأمريكي بشكل رئيسي، الأمر الذي ربط مستويات التضخم وأسعار الفوائد فيها مع تلك السائدة في السوق الأمريكي، من ناحية فقد حافظ الدولار الأمريكي على دوره كعملة رئيسية للمدفوعات الدولية في النظام النقدي الجديد، مما أعطى أمريكا ميزة رئيسية كونها الدولة الوحيدة في العالم التي لا تحتاج إلى بناء احتياطاتها من النقد الأجنبي " بعد وقف التحويل إلى ذهب"، مما أعطى سلطاتها النقدية حرية كبيرة فيما يتعلق بسياساتها النقدية وخاصة التوسعية منها، حيث أن الكلفة الوحيدة لذلك هو كلفة الورق وطباعته، والاعتقاد السائد أن الولايات المتحدة الأمريكية قد استغلت هذه الميزة وبالغت كثيرا في الإصدار النقدي وطباعة الدولارات وخاصة في الفترة السابقة لظهور الأزمة المالية العالمية 2008، وذلك لتمويل التوسع الهائل في النفقات العامة نتيجة لتورطها في حروب عديدة، الأمر الذي ساهم في زيادة المديونية العامة من جهة وإلى تراجع مستمر في قيمة الدولار الأمريكي مقابل العملات الدولية الرئيسية وخاصة اليورو والين الياباني، " وقد سجلت قيمة الدولار في احتياطات العملات العالمية انخفاضا في أقل من عشرة أعوام، وقد كانت في منتصف عام 2008 تشكل 62.4 % فقط من العملات التي تحتفظ بها البنوك المركزية، مقارنة بنحو 71.6 % في نهاية عام 2000 وخلال الفترة ذاتها ارتفع نصيب اليورو من 18 % إلى 27 % على المستوى العالمي، أما الين الياباني الذي يقف شاهدا على قوة اليابان بين عامي 1970/1990 فقد تدهور هو الآخر من 6.1 إلى 3.4 % عندما تنبأ بتدهور الدولار الأمريكي"<sup>1</sup>، وبالطبع في كل مرة يتراجع فيها الدولار مقابل العملات الأخرى

<sup>1</sup> نور الدين جوادي، عقبة عبد اللاوي، "الأزمات المالية" سجل التدويل وأطروحات التعولم الثلاثي، مداخلة مقدمة إلى المؤتمر العلمي الدولي حول "الأزمة المالية العالمية المعاصرة من منظور إسلامي، مرجع سابق، ص: 14.

الرئيسية يعني خسارة نقدية للاستثمارات المالية بالدولار سواء في الولايات المتحدة أو خارجها وسواء كانت تعود ملكيتها إلى مستثمرين أمريكيين أو أجانب وتمتد هذه الخسارة أيضا وبنفس النسبة تقريبا إلى الدول التي تثبت قيم عملاتها بالدولار، وعلى هذا الأساس فإن أي أزمة مالية في الولايات المتحدة الأمريكية تقود إلى سحب استثمارات من هذه الدول لتتوطن في دول أخرى ذات عملات معومة كأوروبا وجنوب شرق آسيا ولتعويض النقص في السيولة الناجم عن الخسائر المتحققة في هذه الدول<sup>1</sup>.

إن تراجع الدولار واستمراره في ذلك يلقي بضلاله على اقتصاديات الدول المرتبطة عملاتها بالدولار، وذات معامل الارتباط المرتفع عبر قناة الصفقات التجارية مع الولايات المتحدة الأمريكية، فانخفاض سعر صرف الدولار له تأثير مزدوج على اقتصاديات هذه الدول، نتيجة للارتباط الدولار من جهة وبسبب تسعير الصادرات والواردات السلعية من جهة أخرى وبذلك تكون الخسائر مزدوجة، ومن جهة التحليل الاقتصادي الكلي فإن ارتباط عملات الدول بالدولار الأمريكي تؤدي حتما إلى تبني السلطات النقدية في هذه الدول إلى نفس مسار الدولار الأمريكي، ففي حالة انتهاز الولايات المتحدة سياسة نقدية توسعية عن طريق آلية خفض سعر الفائدة على الدولار فإنه يستوجب خفض سعر الفائدة على عملات هذه الدول رغم اختلاف طبيعة البنيان الاقتصادي لهذه الدول عن الاقتصاد الأمريكي على اعتبار أن هذه الدول لا تعاني من أزمة أو تباطؤ في النمو أو تعاني حالة من الركود<sup>2</sup>.

### ثالثا: آلية أسعار السلع

إضافة إلى التدفقات في الأموال والأصول بين الدول فإن التحرير التجاري المصاحب لتعزز ظاهرة العولمة قد أدى إلى مضاعفة حجم التجارة الدولية في السلع والخدمات، وتعتبر السوق الأمريكي من أكبر الأسواق العالمية من حيث الحجم والقوة الشرائية حيث تقدر مستوردات الولايات المتحدة بما يقارب 20% من إجمالي المستوردات العالمية، وهذا ما يوفر آلية أخرى لنقل تغيرات

<sup>1</sup> طالب عوض، مرجع سابق.

<sup>2</sup> نور الدين جوادي، عقبة عبد اللاوي، "الأزمات المالية" سجل التدويل وأطروحات التعولم الثلاثي، مداخلة مقدمة إلى المؤتمر العلمي الدولي حول الأزمة المالية العالمية المعاصرة من منظور إسلامي، مرجع سابق، ص: 15.

أسعار السلع المتاجر فيها دوليا من خلال ما يسمى في الاقتصاد " بتعادل القوة الشرائية "، وتعمل هذه الآلية باتجاهين فيمكن للولايات المتحدة أن تستورد التضخم من خلال الصادرات القادمة إليها من الخارج، ويمكن لها أيضا أن تصدر التضخم من خلال ما تستورده الدول الأخرى من السوق الأمريكي، فعلى سبيل المثال ساهم ارتفاع أسعار النفط في الآونة الأخيرة قبيل انفجار الفقاعة العقارية في رفع معدلات التضخم الأمريكية مما أضاف أعباء إضافية على الأفراد المستهلكين والمقترضين، ولزيادة الأمور سوءا فقد تزامن ذلك مع سياسة رفع أسعار الفائدة الذي انتهجته السلطة النقدية الأمريكية لمواجهة الضغوط على الدولار وكذلك الضغوط التضخمية الأمر الذي أدى في النهاية إلى عجز الانفراد عن السداد وانفجار الفقاعة الائتمانية<sup>1</sup>.

وبالتالي " فإن ظهور بؤابر كساد اقتصادي في الولايات المتحدة سوف ينعكس على صادرات البلدان الأخرى وعلى أسواقها المالية " <sup>2</sup>، " مثلاً وفي أعقاب أحداث 11 سبتمبر 2001 وبدخول الاقتصاد الأمريكي حالة من الركود، انتشرت عدواه وبسرعة إلى المراكز الرأسمالية (الاتحاد الأوروبي، اليابان، ...) وكذلك كندا والمكسيك باعتبار معامل الارتباط المرتفع ضمن سياق ترتيبات منطقة التجارة الحرة لأمريكا الشمالية (NAFTA)، وتعي الصين على اثر الأزمة المالية العالمية وما صاحبها من موجات الركود التي ضربت اقتصاديات المراكز الرأسمالية - اليوم أكثر من غيرها - اثر هذه الآلية على معدلات نموها، وأنها اليوم باتت على مرحلة جديدة تستلزم البحث عن مصادر جديدة للنمو" <sup>3</sup>.

#### رابعا: آلية التوقعات

تقوم الوحدات الاقتصادية المختلفة وخاصة المستثمرين والمضاربين بالتوقع حول المستقبل عند اتخاذ قراراتها، وتتأثر توقعاتها بعوامل اقتصادية ونفسية معقدة الأمر الذي يجعلها ذات طبيعة غير منتظمة ولا تستند بالضرورة إلى المنطق والرشد الاقتصادي، ويصنفها الاقتصاديون إلى توقعات متفائلة وأخرى متشائمة، فإذا تفاعل المضاربون والمستثمرون حول المستقبل فإنهم

<sup>1</sup> طالب عوض، مرجع سابق.

<sup>2</sup> طارق عبد العال حماد، حوكمة الشركات والأزمة المالية العالمية، الدار الجامعية، مصر، 2009، ص: 23.

<sup>3</sup> نور الدين جوادي، عقبة عبد اللاوي، " الأزمات المالية" سجل التدويل وأطروحات التعولم الثلاثي، مداخلة مقدمة إلى المؤتمر العلمي الدولي حول الأزمة المالية العالمية المعاصرة من منظور إسلامي، مرجع سابق، ص: 10.



يتوسعون في مضاربتهم واستثماراتهم الآن مما يميل إلى إيجاد المزيد من التوسع وتسارع العجلة الاقتصادية، أما في حالة التشاؤم فيحجمون عن الاستثمار وإبرام الصفقات مما يؤدي إلى آثار انكماشية مضاعفة، ونظرا للطبيعة المعقدة لهذه التوقعات فإن أحدا لا يستطيع التنبؤ باتجاهها على صعيد الأزمة المالية الحديثة تلعب التوقعات دورا كبيرا وتساهم في تفاقم الأزمة، فانفجار الفقاعة العقارية قد اوجد حالة من التوقعات التشاؤمية حول التطورات الاقتصادية المستقبلية الأمر الذي دفع المستثمرين إلى الإحجام عن الاستثمارات الجديدة أو تقليصها على الأقل، ودفع البنوك إلى الإحجام عن الإقراض سواء فيما بينها أو للأفراد خوفا من النقص في السيولة لديها مما ساهم بالضغط للأعلى على معدلات الفوائد وخلق شحا في السيولة، من جهة أخرى فإن التوقعات المتشائمة قد أدت إلى موجة من الهلع في أوساط الأفراد العاديين والمضاربين ودفعتهم إلى الإقبال الشديد على بيع الأسهم وغيرها من الأصول لتجنب الخسائر المحتملة الأمر الذي أدى بدوره إلى مزيد من الانهيار والتراجع الاقتصادي<sup>1</sup>.

إن هذه الآليات تعمل بصفة مشتركة فيما بينها وليست منفصلة فتجتمع على نقل آثار الأزمات من وإلى الدول المترابطة اقتصادياتها ومنفتحة على بعضها البعض، فوجود بواصر التضخم أو الكساد في الاقتصاد الأمريكي أي توقعات اتجاه شركة معينة وأسهم أو أي أصول أخرى أو أسباب أخرى سوف يؤثر على قيمة الدولار الأمريكي مقابل العملات الرئيسية أو يؤدي التغيير في معدلات الفائدة لتكون أكثر موائمة لهذه الظروف، كما تؤدي إلى حدوث خلل أو اضطراب في الأسواق المالية المحلية وبحكم الترابط بين الأسواق المالية " حيث أدت الثورة التكنولوجية في الاتصالات والمعلومات والانترنت إلى وصول المعلومات بسرعة إلى أنحاء العالم، وعندما يعلم المستثمرون في مختلف أنحاء العالم بانهيار البورصات في اقتصاديات كبرى فإن هذا يجعلهم يسارعون إلى بيع استثماراتهم<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> بوعافية سمير، فريد مصطفى، التعامل بالمشترقات المالية كأحد عوامل ظهور الأزمة المالية العالمية الحالية، مداخلة مقدمة إلى الملتقى الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، مرجع سابق، ص: 8، 9.

<sup>2</sup> طارق عبد العال حماد، حوكمة الشركات والأزمة المالية العالمية، مرجع سابق، ص: 24.

### المبحث الثالث: أهم أسواق الأوراق المالية الدولية

تتركز أسواق الأوراق المالية الدولية \* في الدول الصناعية الكبرى، والتي تعرف اقتصادياتها تقدماً كبيراً فهي تتمتع برسمة وحجم معاملات كبيرين على المستوى العالمي، وقد ساعد التقدم التقني ونظم المعلومات التكنولوجية والاتصالات وكفاءة هذه الأسواق في الدول الرأسمالية الصناعية إلى زيادة التداول في البورصات العالمية، وتنشيط الطلب على الأوراق المالية المدرجة في هذه البورصات على مستوى عالمي، وتتركز معظم هذه الأسواق في الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا بالإضافة إلى دول جنوب شرق آسيا.

#### المطلب الأول: أسواق الأوراق المالية في الولايات المتحدة

تتميز أسواق الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية بأسواق مالية قوية وتتعامل بنظم معلومات جد متطورة وشبكة اتصالات حديثة وأجهزة تربطها مع البورصات العالمية الأخرى، وكبر عدد المتعاملين فيها هذا ما يكسبها مجموعة من المميزات والمقومات الفعالة لبناء سوق الأوراق المالية، وفي هذا الإطار فقد تم تخصيص هذا المطلب للتعرف على سوق الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية.

تحتل الولايات المتحدة الأمريكية المركز الأول من ناحية التقدم في أسواق المال، حيث يوجد أكبر عدد من الشركات المسجلة في قوائم الأسعار بالبورصة، ويشهد على ذلك ما هو موجود في وول ستريت Stock exchange American، ومجلس شيكاغو للتجارة Chicago Board of Trade وتتميز أسواق المال الأمريكية بالأهمية البالغة للأسواق الآجلة حيث يتم التعامل في عقود المستقبلات والخيارات التي بدأ التعامل بهما في بداية السبعينات<sup>1</sup>.

في نيويورك تكتسب كذلك أهمية كبيرة لأسواق المعروفة بخارج المقصورة والتي تشتهر بدور بارز في تطوير رأس المال المخاطر، وهي شركات مالية مكونة من أفراد تخاطر برؤوس أموالها في تمويل مشروعات صغيرة تقدم أفكاراً جزئية، وقد كان دورها مشهوراً خاصة في مجال تأسيس شركات

\* يمكن الإشارة إلى أن أسواق الأوراق المالية المتقدمة يقصد بها أسواق الأوراق المالية الدولية نظراً للترابط الكبير بينهما.

<sup>1</sup> عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، أسواق المال وتمويل المشروعات، مرجع سابق، ص: 26.

الكمبيوتر، وقد كان أبرزها على سبيل المثال شركة Apple وأيضا ناسداك NASDAQ\* والتي تتعامل إلكترونيا مع قرابة 1300 شركة خارج المقصورة، أما أشهر الشركات التي يتم تداول أوراقها المالية في البورصات الأمريكية فهي أمريكان إكسبريس، تي تي، تنيس مانهاتن، كوداك، أم.بي.أم، زيروكس،.. إلخ<sup>1</sup>

وتتسم أسواق الأوراق المالية الأمريكية بالخصائص التالية:<sup>2</sup>

- الكفاءة المرتفعة.
- نظام معلومات مالية متقدم ( تقارير البورصة والصحف والربط الإلكتروني ).
- القدرة على الاتصال بجميع البورصات العالمية.
- تأمين المعاملات بالبورصة ( جهاز البورصة وهيئة حماية المستثمرين في الأوراق المالية ومقاييس حماية المودعين ).
- تفرض رسوم على الأوراق المالية الأجنبية يطلق عليها Interest Equalisation Tax .
- يتم بيع وشراء الأوراق المالية للأجانب إما عن طريق السوق الثانية الرسمية أو عن طريق صفقات خارج البورصة.
- يتم تطوير وتجديد البورصات الأمريكية بصفة مستمرة.
- وفيما يلي أهم البورصات الأمريكية:

#### أولاً: سوق نيويورك NEW YORK STOCK EXCHANGE " NYSE "

ترجع بداية نشاط سوق أمريكا المالي إلى عام 1700 وهي السنة التي بدأت فيها سوق نيويورك للأوراق المالية " NYSE " بممارسة نشاطها ويعتبر سوق نيويورك " NYSE " أكبر أسواق العالم للأوراق المالية<sup>3</sup>، " حيث يصل حجم استثماراته إلى نحو 1000 مليار دولار، وتعتبر بورصة نيويورك الممول الرئيسي لعمليات الشركات متعددة الجنسيات الأمريكية خارج الولايات

<sup>1</sup> عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، البورصات والمؤسسات المالية، مرجع سابق، ص: 291.

<sup>2</sup> فريد النجار، البورصات والهندسة المالية، مرجع سابق، ص: 115 .

<sup>3</sup> حسين بني هاني، مرجع سابق، ص: 45 .

المتحدة الأمريكية، وهي بذلك مركز تداول أسهم لمعظم الشركات متعددة الجنسيات ويبلغ عدد الشركات المسجلة فيها نحو 3750 شركة<sup>1</sup>.

### 1 - تعريفها وتنظيمها

بقيت بورصة نيويورك إلى مدى طويل جمعية تضم أكثر من 1300 عضو، تحولت في عام 1971 إلى شركة مساهمة، أما القواعد التي تحكمها فقد بقيت غير محددة حتى أزمة 1929 لكي تصبح بعدها أكثر جموداً... والجهاز الأهم في " NYSE " هو مجلس الحكام الذي يتألف من ثلاثين عضواً منتخبين وهو يعين لنفسه سنوياً رئيساً ومديراً عاماً.

يبلغ عدد أعضاء هذه البورصة 13366 عضواً، ويحكم أنشطتهم مجموعة من القواعد والإجراءات بالإضافة إلى نظامها الأساسي، ويتم انتخاب 26 عضواً لمجلس المديرين للإشراف على البورصة، ويقوم بالإدارة الفعلية 12 عضو فقط، بالإضافة إلى عضوين يعملان كل الوقت داخل البورصة وهما ( الرئيس التنفيذي ونائب الرئيس )، أما بقية الأعضاء وعددهم 12 فيطلق عليهم مديري عموم<sup>3</sup>.

ولكي ينضم أي فرد لعضوية البورصة، فإنه يقوم بشراء مقعد مخصص من عضو حالي، وهذا المقعد يسمح للعضو بتنفيذ عمليات التداول واستخدام إمكانيات البورصة، ويلاحظ أن لمعظم بيوت السمسرة عضوية في البورصة عن طريق أحد كبار العاملين بها أو أحد الشركاء، وقد يكون لها أكثر من عضو واحد، وفي جميع الأحوال يطلق على عضوية بيت السمسرة عضوية مؤسسة، ويطلق على السهم الذي يتم تداوله في بورصة نيويورك بالسهم المسجل، ويتم التسجيل بناء على طلب تتقدم به الشركة والطلب يكون عادة غير رسمي وفي حالة الموافقة على هذا الطلب يتحول إلى طلب رسمي معلن، وتتخلص الشروط الخاصة للتسجيل في بورصة نيويورك كالاتي<sup>4</sup>:

- ألا تقل قيمة الأصول المادية الملموسة عن 18 مليون دولار.

- أن يملك الجمهور حصة لا تقل قيمتها عن 1.1 مليون دولار في رأس المال الشركة.

<sup>1</sup> على عباس، إدارة الأعمال الدولية (الإنشاء العام)، دار حامد، لم تذكر بلد النشر، 2003، ص: 311.

<sup>2</sup> وسام ملاك، مرجع سابق، ص: 27، 28.

<sup>3</sup> رسمية احمد ابو موسى، مرجع سابق، ص: 58.

<sup>4</sup> بوكساني رشيد، مرجع سابق، ص: 145.

- ألا تقل القيمة الاسمية لأسهم الشركة عن 18 مليون دولار.
- ألا يقل صافي الربح قبل الضريبة أي الربح الإجمالي الذي حققته الشركة في السنة الماضية عن 2.5 مليون دولار وألا يقل عن 2 مليون دولار في السنتين السابقتين عن السنة السابقة.
- أن يملك 2000 مساهم كحد أدنى، كل منهم 1000 سهم على الأقل.
- بالإضافة إلى ما سبق من الشروط توجد شروط عامة أخرى للتسجيل في بورصة نيويورك وهي<sup>1</sup>:
  - أن يكون للشركة مكانتها في بورصة نيويورك.
  - أن تكون الشركة مستقرة داخل الصناعة، ولها وضع متميز.
  - أن تنتمي الشركة إلى صناعة تتميز بالتوسع والنمو.
- ويوجد أربعة مجموعات للعضوية في بورصة نيويورك ولكل منها أنشطة محددة<sup>2</sup>:
  - السماسرة الوكلاء: وهم يتلقون الأوامر التي يرسلها جمهور المتعاملين إلى بيوت السمسرة ويتأكدون من إتمام تنفيذها داخل البورصة.
  - سماسرة المقصورة: وهم يقومون بمساعدة السماسرة والوكلاء في تنفيذ جميع الأوامر التي تتدفق عليهم.
  - تجار المقصورة: وهم يعملون لحسابهم ولا يقومون بتنفيذ أوامر المستثمرين ويطلق عليهم تجار السوق أو التجار المتنافسين.
  - المتخصصون: ويقومون بمهنتين هما " عندما يعجز السماسر الوكيل عن تنفيذ أمر محدد بسبب انخفاض سعر السهم السوقي عن السعر المحدد، فإن الأمر يترك مع المتخصصين لتنفيذه في المستقبل وبذلك يقوم المتخصص بدور الوكيل لسمسار العميل وأنه يعمل كسمسار للسمسار، أو القيام بدور التاجر في أسهم محددة بذاتها أي قيام المتخصص ببيع وشراء أسهم معينة لحسابه الخاص ويحقق من وراءها ربح مناسب.

<sup>1</sup> رسمية احمد ابو موسى، مرجع سابق، ص: 58.

<sup>2</sup> المرجع السابق، ص: 58، 59.

ومن بين أهم شروط التعامل ( البيع والشراء ) في سوق نيويورك للأوراق المالية والأسهم هو شرط التعامل بالمزاد العلني وبصوت مسموع، أما البيع بغير هذا الشرط فيعتبر مخالفة من جانب السمسار لأن القانون في البورصة يمنع البيع بطريقة سرية ودون طلبات البيع والشراء الواردة إليه دون عرضها بالمزاد العلني<sup>1</sup>.

## 2- العمليات في إطار هذه السوق وأوامرها

" قيمة مجموع الأسهم المتداولة في Wall Street تمثل تقريبا عشرة أضعاف قيمة تلك التداولات في لندن وأكثر من عشرين ضعف قيمة تلك التي تتداول في باريس، لم تكن تشتمل بورصة " NYSE " على سوق لأجل وكل العمليات كان يجب أن تسدد خلال الأربعة أيام التالية التي تمارس فيها البورصة نشاطها لكن هذا لم يمنع من حصول المضاربة دون تغطية بواسطة الاقتراض، في عملية الشراء دون تغطية يقوم السمسار بإقراض الزبون جزءا من قيمة العملية وذلك لأجل بيع ودون تغطية ويقوم السمسار بإحضار الأسهم وتسليمها لحساب الزبون"<sup>2</sup>. هذا في إطار السوق الفورية أما سوق العقود المستقبلية فيوجد في الولايات المتحدة الأمريكية أحد عشر سوقا منظما يتعامل في العقود المستقبلية، أقدمها السوق الذي انشأ من قبل بورصة شيكاغو في عام 1972 وكانت بورصة شيكاغو الرائدة في تطوير العقود المستقبلية للسلع الزراعية وتطبيقها على الأدوات المالية حيث بدأ التعامل في عقود أسعار الفائدة المستقبلية منذ عام 1975<sup>3</sup>.

وتعددت أشكال الأوامر المعطاة ويمكن أن تكون على الأوجه التالية<sup>4</sup>:

- الأمر بالفضل: أي يجب تنفيذ بأفضل سعر.
- الأمر المحدد: هذا الأمر يشير إلى سعر شراء الأعلى أو سعر بيع ادني لا يجب تجاوزه، وهو الأكثر استخداما.

<sup>1</sup> على عباس، مرجع سابق، ص: 311 .

<sup>2</sup> وسام ملاك، مرجع سابق، ص: 29 .

<sup>3</sup> حسين بني هاني، مرجع سابق، ص: 48 .

<sup>4</sup> وسام ملاك، مرجع سابق، ص: 30 .

- الأمر بالتوقف: هذا النوع من الأوامر يهدف إلى الحد من الخسائر أو حماية الأرباح،

والأمر بالشراء أو بالبيع يصبح أمراً بالأفضل فور وصول سعر السهم إلى السعر المحدد من قبل المشتري أو البائع.

الإضافة إلى أشكال مختلفة أخرى من الأوامر هي قليلة الاستخدام.

كما يجب التمييز بين العمليات التي تجري بأرقام مدونة والعمليات بكميات منفردة في الحالة

الأولى تجري العمليات على كل مئة ورقة مالية في نفس الوقت، أما في الحالة الثانية فتجري

العمليات على كميات أقل مثلاً أمراً بالشراء لـ 137 ورقة مالية يتجزأ بين أمر على 100 ورقة

بأرقام مدونة وأمر على 37 ورقة بكميات منفردة أي على جزء من المائة، وهناك وكلاء خاصون

للممارسة العمليات بكميات منفردة نظراً لأهمية هذا الأخير سواء من حيث عدد العمليات أو من

حيث عدد الأسهم المتداولة، كما يوجد تداول متصاعد لكتل الأسهم أي لكميات تتضمن عشرة آلاف

سهم على الأقل، حيث تنفذ أوامر البيع والشراء لصالح المؤسسات المالية كبيرة الحجم، ووضع

العديد من التقنيات يتدخل بواسطتها المتخصصون للمحافظة على توازن السوق فيما يتعلق بما تقدم

كما أنه بعد انقضاء عدة دقائق من إصدار الأمر يستطيع الزبون إتمام تنفيذ الأمر وبأي سعر تم

تنفيذه سواء في الولايات المتحدة الأمريكية أو خارجاً، فالمعلوماتية أدت إلى تطور مذهل في هذا

المجال، وجرى ربط البورصات الأمريكية الخمس في الولايات المتحدة الأمريكية الكبرى "

American و Boston و Philadelphia و New york و exchange stock Pacific ."

1

مجموعة مؤشرات " NYSE " للقيم السوقية تضم<sup>2</sup>:

- Industrials بـ 1420 سهم.

- Utilities بـ 227 سهم .

- Transportation 48 سهم .

- Financial 864 سهم .

<sup>1</sup> المرجع السابق، ص: 31.

<sup>2</sup> هوشيار معروف، مرجع سابق، ص: 194.

– Composite 2559 سهم .

ثانيا: البورصات الأمريكية AMEX<sup>1</sup>:

لا تقوم البورصة الأمريكية بلعب نفس الدور الذي تلعبه بورصة نيويورك " NYSE " ولقبول إدخال ورقة مالية إلى التسعير، تفرض البورصة الأمريكية AMEX شروطا أقل تعقيدا، فالمشروع الذي يمر في مرحلة نمو ويظهر هيكله مالية متينة، مترافقة مع آفاق جيدة للربح، له الحق في الدخول إلى هذا السوق، وتشجيعا لهذه المشروعات فإن تكلفة التسجيل من أجل التسعير متدنية بالمقارنة مع ما هو سائد في بورصة نيويورك " NYSE "، وبذلك فإن العديد من الشركات تكفي بالتسعير في البورصة الأمريكية AMEX ، وهذا يعتبر بالنسبة لتلك الشركات نوعا من التدرج قبل انتقالها إلى بورصة نيويورك " NYSE ".

بالإضافة إلى ما تقدم فإن بعض القيم غير المسعرة يمكن أيضا أن تتداول في هذا السوق، وعلى عكس بورصة نيويورك " NYSE " فإن أوامر البورصة تصدر خصوصا عن أشخاص طبيعيين.

أخير أن عددا كبيرا من وكلاء الصيرفة يتبعون إلى شركات هي أيضا أعضاء في بورصة نيويورك " NYSE " .

وتركز هذه السوق على تسجيل الأوراق المالية الأجنبية وتعتمد على المؤشرات التالية:

– AMEX Market Value: ويقوم على القيم السوقية وعدد أسهمه 900 سهم.

– DOW Jones Equity Market: ويقوم على القيم السوقية وعدد أسهمه 2300

سهم.

– Equity MARKET Wilshire: ويقوم على القيم السوقية وعدد أسهمه 5000 سهم.

المطلب الثاني: أسواق الأوراق المالية في أوروبا

<sup>1</sup> وسام ملاك، مرجع سابق، ص ص : 31، 32.  
<sup>2</sup> هوشيار معروف، مرجع سابق، ص: 195.



في هذا المطلب سوف نتعرف على أسواق الأوراق المالية الدولية الأوروبية من خلال التعرض الى خصائصها ومقوماتها.

### أولاً: سوق الأوراق المالية في لندن

تعتبر سوق - بورصة - لندن من أكبر أسواق الأوراق المالية الدولية في أوروبا ومن أقدم البورصات العالمية، ويرجع ذلك إلى كبر حجم التداول وعدد المتعاملين فيها.

#### 1 - تعريف بورصة لندن ونشأتها

نشأت بورصة لندن London stock exchange رسمياً في عام 1802، وبقيت على امتداد القرن 19 البورصة الأهم، لكنها عادت لاحقاً وخسرت موقعها الطبيعي لصالح بورصة نيويورك، ولقد تجاوز عدد القيم المسعرة في بورصة لندن 9000 في النصف الثاني من عقد الثمانينات، وهذا السوق يأتي حالياً في المرتبة الثالثة عالمياً، بعد كل من نيويورك وطوكيو.<sup>1</sup>

بورصة لندن " London stock exchange " هي سوق مستقلة تماماً عن السلطات الرسمية، إذ أنها سوق خاصة ومقفلة فالجمهور لا يقبل فيها والدخول إليها ينحصر فقط في أعضاء Stock Exchange، على رأس البورصة يوجد منذ عام 1948 ما يعرف بمجلس البورصة، الذي يضم 46 عضواً يجري تعيينهم من ضمن أعضاء البورصة، على أن يتم انتخاب سنوياً ثلث 1/3 الأعضاء الجدد لهذا المجلس من قبل أعضائه السابقين، ويقوم المجلس المذكور بلعب الأدوار الثلاثة الآتية:<sup>2</sup>

- دور إداري: يتمثل بإدارة مجلس البورصة، إذ أن هذا المجلس يبحث في القبول والفصل "الشطب" أو إعادة القبول السنوي للأعضاء.
- دور تقني: يتمثل بالبحث في تسجيل القيم بغية تسعيرها، وتحديد آلية العمليات.
- دور قضائي: يتمثل في الفصل في كل نزاع لا يرفع أمام المحكمة العادية.

<sup>1</sup> وسام ملاك، مرجع سابق، ص : 54.

<sup>2</sup> المرجع السابق، ص ص : 55، 56.

تصل عدد الأوراق المالية المسجلة في بورصات لندن ما يزيد 6000 سهم تقدر بنسبة 50% من إجمالي الأوراق المالية المسجلة في بورصات أوروبا منها 2000 سهم للشركات دولية وأوروبية أخرى، تؤثر على مؤشر أسعار البورصة بصفة أساسية ويرجع ذلك إلى الأسباب الآتية

- خبرة طويلة في المعاملات الدولية.

- أهمية كبيرة للبورصات.

- سوق مستمرة للعملة الأجنبية.

- دور فعال لتنشيط الاستثمار للوسطاء الماليين.

- أدى تطبيق معدلات نمطية للتداول في البورصة إلى زيادة حجم التداول وزيادة الثقة مما جعل بورصة لندن من البورصات الرائدة في أوروبا.

- تخفيض الضرائب على الأرباح الأوراق المالية.

وبدأت البنوك الأمريكية والبريطانية في التعامل بالأوراق المالية في بورصة لندن بعد رفع حظر تعامل المؤسسات الدولية في البورصة عام 1985.

وأعضاء البورصة الذين يعينون من قبل المجلس يتوزعون بين الوكلاء الذين يشترون ويبيعون لحساب الزبائن، ويقومون بعمليات على مختلف القيم، والتجار فهم أولئك الذين يشترون ويبيعون لحسابهم الخاص ويعتبرون مضاربين بالأوراق المالية، حيث تنشأ أرباحهم عن الفارق

الحاصل بالأسعار، كما أنهم يعملون حصراً مع الوكلاء والقيم المسعرة في بورصة لندن التي كان عددها لا يتجاوز الثلاثين في عام 1811 فقد أصبح اليوم بحدود عشرة آلاف، التسجيل في التسعير الرسمي أو الشطب منه من قبل مجلس البورصة، ويوضح التسجيل الرسمي أسعار الشراء والبيع المطبقة من قبل التجار التسعير الأساسي لكل القيم، ومنذ عام 1972 انتقلت بورصة لندن إلى المقر الجديد وتمت عصرنتها على صعيد واسع بإدخال النظام المعلوماتي TALISMAN، الذي حل منذ عام 1977 إلى حد بعيد مكان التدوين "القيد الدفترى" وسمح لاحقاً باستخدام أكثر فاعلية لأجهزة المعلوماتية المتطورة.

<sup>1</sup> فريد النجار، البورصات والهندسة المالية، مرجع سابق، ص ص: 121، 122.

<sup>2</sup> وسام ملاك، مرجع سابق، ص ص: 56، 58.

يعتبر سوق لندن ثاني أكبر بورصة للأوراق المالية والأسهم والسندات بعد سوق نيويورك، ينفرد سوق لندن للأوراق المالية ( بورصة لندن ) بأساليب عمل وقوانين فريدة عن غيرها من بعض البورصات الرئيسية فلا زالت الأساليب القديمة في التعامل سائدة حتى الآن، فسوق لندن ليس سوقا للمزادات العلنية مثل سوق نيويورك وغيره من الأسواق الأخرى، وإنما هو سوق للمساومة والمفاوضات حول أسعار الصفقات المالية والتجارية والأسهم، كذلك السمسار في سوق لندن ينحصر دوره فقط جمع المشتري مع البائع، ولا يستطيع أن يبيع أو يشتري لحساب الآخرين<sup>1</sup>.

## 2- أنواع الإصدارات من الأوراق المالية في سوق لندن<sup>2</sup>

في هذا الإطار يجري التمييز بين إصدارات الدولة البريطانية وإصدارات الشركات البريطانية للأوراق المالية التي يتم تداولها في سوق لندن للأوراق المالية.

### 2-1 إصدارات الدولة البريطانية للأوراق المالية.

تتحقق هذه الإصدارات مباشرة بواسطة كل من الخزانة البريطانية وبنك إنجلترا، أما البنوك التجارية فهي لا تتدخل إلا لكي تضع صناديقها بتصرف المصدر، أو لكي تكتب لحسابه، في أغلب الأحيان تقوم مديرية الإصدار في بنك إنجلترا، بالاكتماب بالجزء غير المكتتب به من قبل الجمهور، على أن تتبع لاحقا هذا الجزء في السوق عندما تسمح الفرصة بذلك وهذا ما يمكن الدولة وبشكل شبه دائم من القيام بإصدارات لقروض عامة.

### 2-2 إصدارات الشركات البريطانية للأوراق المالية

حاليا عندما تقرر إحدى الشركات البريطانية إصدار أوراق مالية تتوجه عادة إلى بيوت الإصدار التي تقوم بدور الوسيط بين الشركة المصدرة والمستثمرين بالأوراق المالية، والأموال المطلوبة يمكن الحصول عليها إما عبر الإصدارات مباشرة موجهة للجمهور ومرفقة بإذاعة تجارية، وفي الغالب

عبر عرض للبيع يكتتب به البنك بكامل الإصدار، على أن يعيد توظيف هذا الأخير في السوق وهذا ما يعرف بـ *prise ferme*، وأخيرا عبر التوظيف لدى المستثمرين المؤسسين.

<sup>1</sup> علي عباس، مرجع سابق، ص: 312.  
<sup>2</sup> وسام ملاك، مرجع سابق، ص ص: 48، 50.

ويرتكز دور بيوت الإصدار بشكل أساسي على تنظيم وضمان الإصدار، ونادرا ما يتعدى ذلك لكي يضمن التوفير الفعلي لرؤوس الأموال، زيادة على ذلك تبحث الشركات المصدرة في الكثير من الأحيان عن اللجوء إلى ما يعرف Under writers الذين يتلقون عمولة تتغير تبعا للخطر المرتقب مقابل ضماناتهم للإصدار، هؤلاء Under writers هم بنوك الودائع، وشركات التأمين ووكلاء البورصة.

### ثانيا: سوق الأوراق المالية الفرنسية

العمليات التي تتم على الأوراق المالية في بورصة باريس عن طريق الشركات أعضاء البورصة الذين يطلق عليهم اسم Societies de bourse وفي السوق الفرنسي يمكن نشر الأوراق المالية في بورصة واحدة فقط من ضمن سبع بورصات تنتشر في المدن الرئيسية لفرنسا ( باريس، بوردو، ليل، ليون، مارسيليا، نانسي ونانت ) هذه البورصات السبع تمثل معا نظاما متكاملًا لنفس السلطات ولنفس قواعد النشر Listing ويتم فيها المتاجرة فيها تحت نظام إلكتروني مركزي يعرف باسم CAC يمكن كل أعضاء شركات البورصة من المتاجرة في كل الأوراق المالية في فرنسا<sup>1</sup>.

وابتداء من عام 1988 حدث تطور جوهري في هيكل الوسطاء والهيئات المالية، قام على أساسه أربعة تنظيمات تمثل الإطار العام للسوق<sup>2</sup>:

- شركات البورصات والتي تتكون من السماسرة والمتعاملين.
- مجلس بورصات الأوراق المالية والتي تمثل السلطة المشرفة على السوق.
- شركات البورصات الفرنسية وتقوم بتنفيذ قرارات مجلس البورصات وعمليات المقاصة بين أعضاء البورصة ... الخ.
- هيئة عمليات البورصة ومهمتها الرقابة على المعلومات المنشورة وحماية المستثمرين ومراقبة صحة العمليات.

<sup>1</sup> عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، أسواق المال وتمويل المشروعات، مرجع سابق، ص: 27، 28.  
<sup>2</sup> عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، البورصات والمؤسسات المالية، مرجع سابق، ص: 294.

لا تعتبر البورصات الفرنسية جذابة للاستثمارات الدولية، وتسجل بورصة باريس عددا محدودا من الأسهم الأجنبية بالمقارنة مع الأسهم الفرنسية المسجلة في البورصة، وتتعامل بورصة باريس في أوراق المالية ذات العائد الثابت (السندات)، وتحدد الحكومة شروط تسجيل الأوراق المالية الأجنبية وكيفية تداولها في البورصة، ويقلل من نشاط البورصة القيود الإدارية والضرائب ذات المعاملة التمييزية والإجراءات المطلوبة التي تضعف من جذب الاستثمارات الأجنبية إلى أسواق المال الفرنسية، ودعت إدارة الاقتصاد الفرنسي مؤخرا إلى الأخذ بالتدابير اللازمة لتدويل أسواق المال الفرنسية على النحو الموالي:<sup>1</sup>

- تبسيط إجراءات تداول الأوراق المالية.
- زيادة كفاءة المقاصة بالبورصة.
- زيادة ثقة المستثمرين في البورصة.
- جذب الاستثمارات الدولية.
- زيادة ساعات التداول في البورصة.
- زيادة المعلومات للمستثمرين.
- تخفيض الرسوم والضرائب على الأوراق المالية.
- إعطاء حريات للوسطاء الماليين للعمل مثل نموذج بورصة نيويورك.

### ثالثا: سوق الأوراق المالية الألمانية

تتميز أسواق المال الألمانية بصغر حجمها مقارنة باقتصاديات ألمانيا الضخمة وباحتياجات مشروعاتها، كما أن تلك الأسواق تكاد تكون محتكرة على البنوك غير أن اختيار فرانكفورت لإنشاء أول مصرف مركزي أوروبي " طبقا لمعاهدة ماستريخت " يجعل رائدا أوروبا في مجال أسواق المال. وتحتل أمستردام أهمية خاصة حيث يظهر فيها أول سوق أوروبي لعقود الخيارات وقد شهدت بورصة أمستردام تطورات عديدة جعلها سوق مرغوبة للمستثمرين الأجانب.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> فريد النجار، البورصات والهندسة المالية، مرجع سابق: ص 122.

<sup>2</sup> عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، أسواق المال وتمويل المشروعات، مرجع سابق، ص: 28.

ويوجد في ألمانيا 8 بورصات للأوراق المالية تقع في " فرانكفورت، ميونيخ، ايسلدورف، اشتوتجارت، هامبورج، هانوفر، بريمان، وست بربلين"، وقد زاد من كفاءة البورصات في ألمانيا استقرار العملة الألمانية وسهولة استخدامها عبر الأسواق الأوروبية والعالمية وتوحد الألمانيين، إلا أنها مازلت محدودة النشاط مقارنة ببورصة نيويورك ولندن وطوكيو، وتتميز أسواق الأوراق المالية الألمانية بعدة خصائص نذكر منها:<sup>1</sup>

- تعتبر بورصة فرانكفورت أكبر بورصات ألمانيا حيث تسيطر على ثلثي التداول في الأسهم والسندات المتداولة.

- يتركز تداول الأوراق المالية في ألمانيا على 04 بورصات فقط من ثمانية.

- يتم تسجيل السندات الحكومية وسندات الشركات عن طريق الوسطاء الماليين الرسميين في البورصات الألمانية.

- أنشئ السوق الثانوي في ألمانيا في ما ي 1987 لتشجيع تداول الأسهم والسندات الخاصة بالشركات صغيرة الحجم.

- تتم المعاملات في السوق الثانوي عن طريق الاتصالات الهاتفية وفق القوانين التجارية والمالية خارج البورصة شريطة الإفصاح المالي والتسجيل.

- يعتبر سوق الأوراق المالية الخاص بالشركات الصغيرة سوقا غير رسمي في ألمانيا.

- تعتبر سوق رأس المال في ألمانيا محدودة نسبيا بالمقارنة مع حجم الاقتصاد الألماني.

- تم إدخال الأسهم الأجنبية للتداول في البورصات منذ الخمسينيات.

- توجد 3 بورصات في ألمانيا " الرسمية، الخاصة وشبه خاصة"، ويتم التعامل في الأوراق المالية الأجنبية من خلال عمليات المقاصة التي تقوم بها اتحادات ومكاتب متخصصة.

### المطلب الثالث: سوق الأوراق المالية في اليابان

<sup>1</sup> فريد النجار، البورصات والهندسة المالية، مرجع سابق، ص ص: 119 ، 121.

تحتل البورصات اليابانية أهمية كبيرة على مستوى العالم، نظرا لكبر حجم تعاملاتها وإدخال التقنيات المتطورة في معاملاتها، ومن خلال هذا المطلب سوف نتعرف على هذه السوق في<sup>1</sup>اللاتي فتغطي الأسواق المالية في اليابان أسواق الأسهم، أسواق سندات التأمين، وأسواق الاستثمار برأس المال، والتي تشمل صناديق الاستثمار وصناديق المعاشات تم إنشاء أول بورصة باليابان بطوكيو وأوزاكا، وكانت السندات الحكومية للأوراق المالية الوحيدة في التداول بتلك البورصات آنذاك، وأدى التطور الاقتصادي في اليابان خلال الفترة 1868-1912 إلى قيام البورصات بدور أساسي في توفير التمويل اللازم للصناعة ابتداء عام 1920 وفي عام 1949 قامت اليابان بتطوير البورصات اليابانية على النسق الأمريكي، وكانت بورصات طوكيو و أوزاكا و نابويا من أول البورصات اليابانية تطورا أو تحديثا عام 1961، وأصبحت بورصة طوكيو أكثر البورصات تنافسا لبورصة نيويورك عام 1987، ويتم تداول أسهم الشركات اليابانية في ثماني بورصات محلية هي " طوكيو، لوزاكا، نابويا، هيروشيما، نياجاتا، فوكوكا، كيوتو، سابورو"، وتشير مؤشرات أداء البورصات اليابانية إلى انخفاض السيولة مؤخرا حيث وصلت 21.3% في الأسهم طويلة الأجل بالبنوك، كما أن هناك 50% من الأسهم غير متداولة، وحققت بورصة طوكيو 87% من حجم التداول وحوالي 83% من قيمة إجمالي التداول بالبورصات اليابانية.

ومن أهم خصائص البورصات اليابانية نذكر:

- انخفاض المخاطر
- تنوع الأوراق المالية المتداولة في البورصة.
- اتجاه متزايد نحو تسجيل وتداول الأوراق المالية الأجنبية.
- اتصالات فعالة بين البورصات اليابانية والبورصات الدولية.
- استقرار التداول في البورصات اليابانية.
- زيادة عدد الشركات المسجلة في البورصات اليابانية.
- انتشار الوعي الاستثماري.

<sup>1</sup> المرجع السابق، ص: 124، 125.

- اتساع قاعدة الوعي الادخاري لدى اليابانيين.
- تجديد وتطوير أدوات البورصات اليابانية.
- تدويل البورصات اليابانية
- الاهتمام بقياس الأداء الاقتصادي للبورصة.
- تطوير أدوات السوق الأولي والسوق الثانوية.
- مكننة العمليات في البورصة بالحواسب المتقدمة.
- بناء شبكة معلومات لتداول الأوراق المالية بالبورصات اليابانية.
- وضع شروط للوسطاء الماليين بالبورصات اليابانية.
- تحسين شروط تسجيل الشركات بالبورصات اليابانية.
- تطوير أسواق السندات.
- الاهتمام بأسواق العملات الأجنبية.

#### المبحث الرابع: أسواق الأوراق المالية الدولية في ظل تداعيات الأزمة المالية العالمية

إن الأزمة المالية العالمية 2008 التي بدأت في سوق العقارات وألحقت الضرر بالمؤسسات والوكالات العقارية امتدت آثار هذه الأزمة بفعل الترابط بين القطاعات الاقتصادية والمؤسسات المالية إلى أسواق الأوراق المالية والمؤسسات المالية في النظام المالي ككل، وتظهر هذه الآثار من خلال بعض المؤشرات التي تبين حجم تلك الآثار على أسواق الأوراق المالية الدولية.

#### المطلب الأول: واقع أسواق الأوراق المالية الدولية في ظل الأزمة المالية العالمية 2008

مع إعلان إفلاس العديد من البنوك والمؤسسات المالية والمصرفية الكبيرة ذات التعاملات الضخمة والتي تؤثر وتتأثر بأسواق الأوراق المالية مثل " بنك ليمان برانرز وبنك مورجان ستانلي ومؤسسة التأمين الأمريكية أيه أي جي " بالإضافة إلى إفلاس العديد من الشركات الأخرى والعلاقة كشركات صناعة السيارات، إن إعلان إفلاس هذه المؤسسات والشركات كان له تأثير



كبير على أصولها المالية المتداولة في البورصة " الأسهم "، حيث انخفضت قيمتها الاسمية في البورصة بسبب تدافع المستثمرين وحاملي هذه الأسهم للتخلي عنها وبيعها في البورصة، وهذا الاندفاع كان نتيجة حالة الذعر وفقدان الثقة في النظام المالي والمؤسسات المالية العاملة به، عند إفلاس أو انهيار مؤسسة مصرفية أو بنك فإنه يصيب المودعين حالة من الذعر الذي يؤدي إلى إقدامهم وبصورة مفاجئة إلى سحب ودائعهم الموضوعة في البنوك التي لا تعاني من أي مشكلة مالية وهذا ما ينتج عنه انهيار هذه البنوك ويطلق على هذا الأثر بأثر الدومينو ومفاده أنه لو انهارت ورقة واحدة من أوراق اللعبة انهارت باقي الأوراق وهو ما ينطبق على تأثر البنوك وانتقال الأزمة من بنك إلى آخر.

مع فقدان الثقة يقل الشراء ويكثر البيع، وتنخفض أسعار الأصول المالية وتتدخل البورصات في انخفاضات متتالية وبالتالي مزيد من الانهيار المالي، ونظرا للتداخل بين جميع المؤسسات المالية مع بعضها البعض فأى مشكلة تصيب أحد هذه المؤسسات سوف تنعكس بشكل مضاعف على بقية النظام المالي العالمي بفعل " العولمة "، وهكذا تتكاتف اعتبارات انعدام الثقة مع اعتبارات العولمة في تضخيم اثر الانهيار المالي<sup>1</sup>.

إن التدهور الحاد في قيم الأسهم جعل أسواق الأوراق المالية الدولية تبدأ تعاملاتها بـ "اثنين اسود" لينتهي بانخفاض تاريخي في مؤشرات الأسواق العالمية وذلك مع ترقب خطة إنقاذ القطاع المصرفي التي أرسلتها وزارة الخزانة إلى الكونغرس وسط شكوك كثيرة حول إمكانيات نجاح تلك الخطة، وسجلت البورصات الكبرى في الولايات المتحدة وأوروبا تراجعاً ما بين 20 و 25 % والذي يعد أكبر تراجعاً في تلك المؤشرات منذ أربعة سنوات.<sup>2</sup>

وقد ردت خسائر أسواق الأوراق المالية الدولية في ظل الأزمة بما لا يقل عن 4 - 5 تريليون دولار وهو ما يطلق عليه بالخسائر الورقية.<sup>3</sup> " وافتتحت معظم البورصات الأوروبية على هبوط

<sup>1</sup> عبد المطلب عبد الحميد، الديون المصرفية المتعثرة والأزمة المالية المصرفية العالمية، مرجع سابق، ص: 274.

<sup>2</sup> كيف بدأت الأزمة المالية العالمية ومدى تأثيرها على سوق المال المصري، الموقع الإلكتروني: <http://www.iinvest.org.eg/icons/topics.htm5> , le: 04/ 12/ 2011, 12:45.

<sup>3</sup> عبد المطلب عبد الحميد، الديون المصرفية المتعثرة والأزمة المالية المصرفية العالمية، مرجع سابق، ص: 319.

كبير في تعاملاتها في بداية شهر أكتوبر من عام 2008، فسجلت كل من بورصتي لندن وفرانكفورت خسائر تجاوزت 10 %، وبورصة باريس أكثر من 9 %، وخسرت البورصات الأوروبية الأخرى بين 4 % إلى 8 %<sup>1</sup>.

وعليه خسرت أسواق الأوراق المالية الدولية ما بين 20 % إلى 70 % من قيمتها المسجلة خلال سنتي 2006 و 2007، وفي جانفي 2009 قيمة الأسهم في التبادلات الأمريكية تراجعت بنسبة 50 % من مستواها المسجل في النصف الأول من سنة 2007، وخسرت بورصة طوكيو ما قيمته 55 % من القيمة المسجلة في بداية 2007.<sup>2</sup>

إن هذا التدهور الحاصل في البورصات العالمية خارج الولايات الأمريكية المتحدة راجع إلى الارتباط المالي القوي بينها بفعل ما تفرضه متطلبات عولمة النظام المالي العالمي والبورصات العالمية خصوصا، ويظهر هذا جليا من خلال حجم التعاملات والمتعاملين العالميين حيث أن آثار الأزمة مست جميع المتعاملين في البورصات في العالم سواء مؤسسات أو أفراد أو حكومات.

وكان مجموع الأسهم الرئيسية في الولايات المتحدة تقدر بقيمة 13 تريليون دولار في عام 2006 حيث بلغت ذروتها في نفس العام و انخفضت إلى 8.8 تريليون دولار بحلول منتصف عام 2008، وكان لا يزال انخفاضها في أواخر عام 2008، كما تراجعت أصول التقاعد من مجموع أصول الأميركيين ثاني أكبر نسبة بـ 22 %، من 10.3 تريليون دولار في عام 2006 إلى 8 تريليون دولار في منتصف عام 2008، وخلال الفترة نفسها فقدت المدخرات والأصول

<sup>1</sup> خالد الشيباني، استمرار انهيار الأسواق المالية العالمية رغم خطط الإنقاذ، الموقع الإلكتروني:

<http://azmah.wordpress.com/category/بورصات-الاسهم/>, 04/12/2011, 12:45.

<sup>2</sup> Ioana MOLDOVAN : Stock Markets Correlation: before and during the Crisis Analysis:

<http://store.ectap.ro/articole/629.pdf>, le: 04/ 12/ 2011, 12:55.

الاستثمارية (بصرف النظر عن مدخرات التقاعد) 1.2 تريليون دولار وأصول معاش التقاعد خسر 1.3 تريليون دولار وهذه الخسائر الإجمالية تقدر بـ 8.3 تريليون دولار.<sup>1</sup>

وفي بورصة نيويورك للأوراق المالية، كان 1.2 تريليون دولار اختف من المخزون في سوق الولايات المتحدة.<sup>2</sup>

وزادت الأمور توترا بعد فشل بنكي الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي، والبنك المركزي الأوروبي في التخفيف من حدة تراجع المؤشرات على الرغم من ضخ نحو 121.6 مليار دولار لطمأنة المستثمرين ووقف التراجع، ومن بين العوامل التي أدت إلى تراجع البورصات العالمية نذكر<sup>3</sup>:

■ **العامل الأول:** توسع المؤسسات المالية في منح الائتمانات عالية المخاطر للشركات والمؤسسات العاملة في مجال الرهن العقاري، والتي لا تتوافر لديها الضمانات المالية الكافية لسداد التزاماتها اتجاه الجهات المقرضة ووصل الأمر إلى حد معاناة هذه الجهات من عدم توافر السيولة اللازمة لتمويل أنشطتها.

■ **العامل الثاني:** يكمن في عدم قدرة مؤسسات التمويل العقاري على القيام بعمليات الاستحواذ التي أعلنت عنها الحكومة الأمريكية أخيراً، وذلك بسبب عدم توافر التمويل اللازم للقيام بهذه العمليات، وهو ما أعطى مؤشراً سلبياً لأداء الاقتصاد الأمريكي.

■ **العامل الثالث:** الذي كان له بالغ الأثر في تراجع البورصات الأمريكية هو عجز الحكومة عن توفير فرص العمل التي كانت قد أعلنت عنها في وقت سابق، مما ولد شعوراً لدى المستثمرين بأن أكبر اقتصاد على مستوى العالم يمر بأزمة حقيقية، ومن المعروف أن أسواق

<sup>1</sup> [http://en.wikipedia.org/wiki/Subprime\\_mortgage\\_crisis](http://en.wikipedia.org/wiki/Subprime_mortgage_crisis) , le 04/12/2011, 22 :50.

<sup>2</sup> VIKAS BAJAJ, MICHAEL M. GRYNBAUM, For Stocks, Worst Single-Day Drop in Two Decades: <http://www.nytimes.com/2008/09/30/business/30markets.html>, le 05/12/2011, 10:50.

<sup>3</sup> وفيق حلمي الاغا، سمير مصطفى أبو مدلة، اثر الأزمة المالية العالمية على العلاقات الاقتصادية الدولية، مرجع سابق.

المال بالغة الحساسية لمثل هذه المؤشرات فكان التراجع الحاد في كافة مؤشرات البورصات الأمريكية.

وتشير الإحصاءات إلى أن قيمة الأوراق المالية الأمريكية بلغت في أول أكتوبر 2008 قيمة 10 تريليون دولار كانت موزعة مابين الحكومة الأمريكية 4.2 %، الصناديق الأجنبية 2.7 % والشعب الأمريكي يملك 3.1 %، وترتب عن الأزمة المالية أن المستثمرين بدؤوا يتخلون عن ملكية الأسهم ويلجأون إلى شراء سندات الخزانة الأمريكية نظرا ل ضماناتها القوية، ولجأت الحكومة الأمريكية إلى استخدام هذه الأموال في تمويل البنوك وشراء الأصول الخطرة والأوراق المالية المدعومة بقروض عقارية قيمتها الفعلية غير معروفة بسعر سوقي عادل ويمكن أن نتصور حجم الخسائر التي لحقت بالبورصات العالمية وقيمة تأثر الأوراق المالية، وقد انخفض الذي لحق بهذه الأوراق وأهم الأنشطة الاقتصادية التي تأثرت بالأزمة خلال بداية عام 2008 إلى الربع الأخير منه من خلال الجدول التالي<sup>1</sup>

الجدول رقم (10): يبين نسبة الانخفاض في قيمة الأوراق المالية سنة 2008 في بورصات مجموعة من الدول

الدولة	قيمة الانخفاض	أكبر القطاعات المتضررة من الأزمة المالية العالمية
الولايات المتحدة	36%	قطاع البنوك، العقارات والسيارات
اليابان	46%	قطاع السيارات والصادرات
ألمانيا	41%	قطاع البنوك والسيارات وهي الدولة الثانية عالميا إلى واجهت ركود اقتصادي
بريطانيا	34%	قطاع البنوك والعقارات وأول دولة في العالم توجه ركود اقتصادي بسبب الأزمة
كندا	34%	العقارات وهي أول دولة حققت نمو أثناء الأزمة

<sup>1</sup> إبراهيم عبد العزيز النجار، مرجع سابق، ص ص: 71، 74.

فرنسا	42%	قطاع البنوك والعقارات
الصين	50%	النشاط الصناعي واضطرت الدولة إلى الإعلان عنه بعد تكتّم لانخفاض السيارات
الهند	50%	النشاط الصناعي رغم أنها استمرت في تحقيق معدلات نمو ولكن دون 7%
إيطاليا	49%	قطاع الطيران وإعلان إفلاس شركة " إياتيا " للطيران
المكسيك	33%	قطاع البترول
روسيا	66%	قطاع البترول وتدخل الدولة لغلق البورصات أكثر من مرة
اندونيسيا	50%	قطاع الأخشاب وتراجع معدلات النمو من 10 % إلى 6%
كوريا الجنوبية	42%	قطاع التصدير
تركيا	43%	وهي نسبة عالية في ضوء تواضع دور البورصة بها
السعودية	40%	قطاع البترول
جنوب إفريقيا	36%	وهي نسبة عالية في ضوء تواضع دور البورصة بها
أستراليا	42%	قطاع الزراعة وأكبر انخفاض في البورصة خلال 20 عاما
البرازيل	44%	قطاعات المعادن والأخشاب والسيارات
الأرجنتين	65 %	بسبب عدم تعافي اقتصادها من أزمة 2001

المصدر: إبراهيم عبد العزيز النجار، مرجع سابق، ص : 75.

تكشف الكثير من التقديرات عن بعض أنماط تتعلق بارتباط أسواق الأوراق المالية الدولية مع السوق الأميركية خلال الأزمة الأخيرة، فالروابط المالية هي العامل المهيمن والدليل في عمل الروابط المالية يظهر في الفترة التي سبقت وفي فترة ما بعد انهيار بنك ليمان برانرز إن الأسواق ذات نسب حيازات الأسهم عالية من قبل المستثمرين الأمريكيين أظهرت ترابط كبير، كما أن الدول التي لديها مستويات عالية من تدفقات محافظها والأكثر سيولة وأسواقها الأوراق المالية الأكثر تقدما هي أيضا أكثر ارتباطا مع السوق الأمريكية، كما أن هناك تأثيرات ظاهرة للأزمة المالية العالمية 2008 والتي أدت إلى المزيد من الارتباط بين الأسواق المالية في مختلف أنحاء العالم مع السوق الأمريكية، والذي تجلّى أولاً خلال المرحلة الأولى من الأزمة وذلك قبل انهيار بنك ليمان برانرز وعندما أصبحت المخاطر واضحة في النظام المالي الأمريكي وخلال هذه الفترة

الأولى، نجد أن القطاع المصرفي وقطاع الشركات وأسواق الأوراق المالية في البلدان التي ترتبط بشكل ملحوظ مع السوق الأمريكية والأكثر عرضة لآثار الأزمة، إلا أنه بعد انهيار بنك ليمان براذرز قامت العديد من الأسواق بإعادة تقييم المخاطر في أقرب وقت لأنها ظهرت في الولايات المتحدة الأمريكية.<sup>1</sup>

### المطلب الثاني: انهيار وإفلاس المؤسسات المالية والبنوك

إن إفلاس بنك ليمان براذرز كان له تأثير كبير على أسواق الأوراق المالية الدولية إذ يعتبر هذا الأخير أكبر بنك على المستوى العالم، وأعقبه العديد من المؤسسات المالية الأخرى التي أعلنت رسمياً عن إفلاسها أو لجوءها إلى الاندماج مع مؤسسات أخرى، كما سعت الحكومات الكثير من الدول إلى التأميم كوسيلة لإنقاذ هذه المؤسسات من الإفلاس والمحافظة على استقرار النظام المالي وبالتالي عمل هذه المؤسسات في البورصات.

عندما بدأ الاضطراب في أسواق الأوراق المالية الدولية بسبب الارتفاع السريع والمستمر في حالات التعثر عن السداد في سوق الرهون العقارية عالية المخاطر، بدأت التداعيات لتسبب خفض السيولة في سوق المعاملات مابين البنوك وإضعاف كفاية رأس المال وفرض تسوية طارئة لأوضاع مؤسسات الوساطة المالية الكبرى وإحداث اضطراب عميق في أسواق الائتمان والحث على إعادة تسعير المخاطر في مجموعة كبيرة من الأدوات المالية المختلفة، ومن أكثر الأمور حدة في هذه الأزمة حدوث خسارة كبيرة في السيولة حيث ارتفعت أسعار الفائدة على المعاملات ما بين البنوك لأجل ثلاث (3) أشهر يتجاوز بكثير أسعار الفائدة على الإقراض لليلة واحدة في وقت سعت فيه البنوك إلى الحفاظ على ما لديها من سيولة أمام الضغوط الواقعة عليها.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> <http://blogs.worldbank.org/allaboutfinance/what-explains-comovement-in-stock-market-returns-during-the-2007-08-crisis> , le 05/12/2011, 10:45.

<sup>2</sup> عبد المطلب عبد الحميد، الديون المصرفية المتعثرة والأزمة المالية المصرفية العالمية، مرجع سابق، ص: 275 .

إن السوق الأمريكية ترتبط ارتباطاً عضوياً بالاقتصاد الأوروبي والآسيوي، بمعنى أن الشركات الصناعية في هذه الدول تعتمد بنسبة تتعدى 70 % على ترويج منتجاتها داخل السوق الأمريكية، وفي حالة تراجع نشاط الاقتصاد الأمريكي تعاني هذه الشركات من انخفاض حجم مبيعاتها وتراجع ربحيتها، وعندما تظهر مؤشرات على هذا التراجع مثلما حدث من جراء الأزمة تبدأ البورصات العالمية في الانحدار والتراجع، نظراً لأن صناديق الاستثمار ومؤسسات رأس المال تبدأ في التخلص مما بحوزتها من أسهم، وتزداد عمليات البيع في كافة أسواق المال مما يؤدي إلى تراجع القيمة السوقية للأسهم وانخفاض أسعارها على المستوى العالمي.<sup>1</sup>

وفي هذا الإطار خسر بنك ليمان برانرز أكثر من 92 % من قيمته بالمقارنة بأعلى مستوياته عند 67.73 دولار في شهر أكتوبر 2007، كما اضطر إلى إسقاط أصول مالية بقيمة 5.6 مليار دولار بالربع الأول من عام 2007 وأعلن عن خسارة بلغت 3.9 مليار دولار في الربع الثاني من عام 2008 . فقام بنك نوموزا الياباني بشراء نشاط الوساطة المالية وبنك الاستثمار التابعين لبنك ليمان برانرز في أوروبا والشرق الأوسط بقيمة رمزية قدرها 2 دولار فقط مقابل ضمان بقاء العاملين والموظفين، كما اشترى نفس البنك الياباني معظم نشاطات بنك ليمان في آسيا والمحيط الهادي بمبلغ 335 مليون دولار مع التعهد على إبقاء العاملين المحليين ، وفي يوم 25 سبتمبر 2008 انهار بنك واشنطن ميوتشيدال الذي تزيد أصوله عن 300 مليار دولار وتم بيعه بقيمة اسمية لا تتعدى 6.9 مليار دولار إلى بنك " جي بي مورجان " مقابل تحمله عشرات الملايين من الدولارات تشكل الخسائر المرتبطة بأصول الرهن العقاري عالية المخاطر.<sup>2</sup>

وخسر بنك واشنطن ميوتشيدال 27 % من قيمة أسهمه، ونزلت قيمة أسهم جنرال إلكتريك بنسبة 8 % وتراجعت أسهم " سيتي جروب " أكبر بنوك أمريكا بنسبة 15 % ليصل سعرها إلى 15.24 دولار في أقل مستوى له منذ عام 2000، وتلاه بنك " أوف أمريكا " بنسبة 21 % ليصل إلى 26.55 دولار، وهو أقل سعر له منذ 1982 بعد أن قبل شراء " ميريل لينش " مقابل 50

<sup>1</sup> وفيق حلمي الاغا، سمير مصطفى أبو مدلة، اثر الأزمة المالية العالمية على العلاقات الاقتصادية الدولية ، مرجع سابق.

<sup>2</sup> عبد المطالب عبد الحميد، الديون المصرفية المتعثرة والأزمة المالية المصرفية العالمية ، مرجع سابق، ص ص: 263 ، 318 .

مليار دولار، وخسرت أسهم شركة " أمريكيان إكسبريس " أكبر شركات بطاقات الائتمان الأمريكية 8.9 % من قيمتها ليصل سعر الواحد منها إلى 35.48 دولار، كما هبطت أسهم " غولدمان ساكس " بنسبة 12 % وتراجعت أسهم " جي بي مورغان تشيس آند كومباني " بنسبة 10 % ، أما " مورغان ستانلي " أكبر شركات التعامل في الأوراق المالية للخرانة الأمريكية فقد هبطت أسهمها بنسبة 14 % ، و أدت الأزمة إلى اختفاء حوالي 11 بنك من البنوك الكبرى من الساحة المصرفية، من بينها مؤسسة " إندي ماك " التي تستحوذ على أصول بقيمة 32 مليار دولار وودائع تصل إلى 19 مليار دولار.<sup>1</sup>

أما فيما يتعلق بشركات الاتصالات فلم تسلم هي الأخرى من تداعيات الأزمة المالية العالمية 2008 حيث انخفضت مبيعاتها بنحو 9% الأمر الذي اضطر كبرى شركات الاتصال وهي كيوتل إلى اللجوء لإصدار سندات اقترض بمبلغ 5 مليار دولار.<sup>2</sup>

كما امتدت تداعيات الأزمة المالية العالمية 2008 إلى أن وصلت إلى صناعة السيارات، حيث انخفضت أسهم شركة جنرال موتورز بنسبة 1.31 % وهو ادني مستوى لها منذ عام 1950 مما أدى إلى تزايد المخاوف من هبوط هذه الصناعة، أما في ألمانيا التي كانت صناعة السيارات تحتل مرتبة متقدمة من الاقتصاد، فإن انكماش الطلب على هذه السلعة في ألمانيا أدى إلى استغناء شركة " فولفو " السويدية العاملة في قطاع السيارات أدى إلى الاستغناء عن 6000 عامل لمواجهة أوضاع السوق المتدهورة في صناعة السيارات على مستوى العالم، كما أدى نفس السبب إلى أن مجموعة " ديمر " الألمانية العملاقة لصناعة السيارات قامت بإيقاف الإنتاج لمدة خمسة أسابيع قبل أن تعلن عن استغناءها عن بعض العمال لديها، خاصة وأن أرباحها التشغيلية انخفضت من 1.9 مليار يورو من الربع الثالث من عام 2007 إلى 648 مليون يورو خلال الربع الثالث من سنة 2008 بسبب انخفاض قيمة مبيعاتها خلال الربع الثالث من سنة 2008 بنسبة 7 %.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> وفيق حلمي الاغا، سمير مصطفى أبو مدلة، اثر الأزمة المالية العالمية على العلاقات الاقتصادية الدولية ، مرجع سابق.  
<sup>2</sup> نزهان محمد سهو، أسواق الأوراق المالية في ظل تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية الراهنة، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، العدد الثاني، المجلد 26 ، 2010 ، ص: 17.  
<sup>3</sup> إبراهيم عبد العزيز النجار، مرجع سابق، ص ص: 89 ، 90.



كما لجأت العديد من الحكومات إلى عمليات التأمين التي استخدمت كوسيلة للخروج من الأزمة، فقد تم تأمين العديد من المؤسسات المالية والبنوك منها مثلاً مؤسسة " اندى ماك " وشركة التأمين الأمريكية " ايه أي جي " التي تدخلت الحكومة الأمريكية لإنقاذها من الإفلاس مقابل امتلاك 80 % من رأسمالها بالإضافة إلى تأمين عدد كبير من البنوك والمؤسسات المالية على المستوى العالمي والأوروبية منها خاصة منها تأمين مؤسسة الإقراض العقاري " برادفور وبينجلي " ، وشراء أسهم كل من بنك " أوف أمريكا " ومؤسسة " جي بي مورجان وسيتي جروب " بقيمة 35 مليار دولار لكل مؤسسة منهم، كما قامت الحكومة الأمريكية بشراء أسهم في كل من " جولدن مان ومورجان ستانلي " بقيمة 10 مليار دولار.

وقد تم بيع أصول العديد من البنوك في إطار عمليات الاندماج، فعلى سبيل المثال بيعت أصول البنكين المملوكين لشركة " فيرست ناشيونال " بنك القابضة إلى فرع " اوماها " وبلغت قيمة أصول البنكين 3.6 مليار دولار في عام 2008.

وفي الكثير من التقديرات قدرت خسائر المؤسسات المالية حول العالم عام 2008 حوالي 435 مليار دولار. إن إفلاس المؤسسات المالية التي تعتبر ركن أساسي من أركان النظام المالي الأمريكي وقدرت خسائر وول ستريت في اليوم 15 سبتمبر 2008 اليوم الذي أعلن فيه رسمياً عن انهيار بنك ليمان برانرز وكان هذا انطلاقة لتوالي الانهيارات في المؤسسات المالية الأخرى والبنوك وما لهذا الوضع من تأثير كبير على أسواق الأوراق المالية، وتعد هذه الخسائر الأسوأ منذ الخسائر التي تعرضت لها في أحداث 11 سبتمبر 2001 .

إن أحداث 11 سبتمبر 2001 كبدت الأسواق المالية الأمريكية خسائر كبيرة، إلا أن الأضرار مست البورصات واقعة على أسهم الشركات وليس على أصولها، حيث تضرر قطاع التقنية فتراوحت خسائره في حدود 3 % إلى 9 % فلقد انخفضت أسهم شركة IBM بحدود 3 %، فحين انخفضت أسهم مايكروسوفت بحدود 8 % واسهم شركة انتل بنحو 5.9 %، كما تضررت البنوك بدرجات متفاوتة حسب ظروف واستثمارات كل بنك، وفي ظل هذه الأوضاع قامت السلطات المنظمة للأوراق المالية للتخفيف من حدة انهيار الأسهم أذنت للشركات المدرجة في البورصة في

التدخل لشراء أسهمها لمنع انهيارها فأعلنت شركة "مورغان ستانلي" أنها ستشتري ما قيمته مليار دولار من أسهمها مما خفض درجة الانزلاق إلى 13 % من القيمة الأصلية للأسهم، وفقدت بعض شركات الطيران 65 % من قيمة أسهمها محققة خسائر إجمالية بلغت 6.2 مليار دولار.<sup>1</sup>

وفي محاولة لاحتواء الاضطرابات في أسواق المال، أعلنت وزارة الخزانة الأمريكية أنها ستدعم بـ 50 مليار دولار صناديق الاستثمار التي تتعامل في سوق النقد وانخفضت قيمة أسهمها عن دولار. وقال وزير الخزانة الأمريكية هنري بولسون أن التدخل غير المسبوق والشامل للحكومة، يعتبر الوسيلة الوحيدة للحيلولة دون انهيار الاقتصاد الأمريكي بشكل أكبر، موضحاً أن خطة وزارته تركز على إنشاء وكالة حكومية جديدة من شأنها ابتلاع كافة الأصول التي تهوي بالمؤسسات المالية الأمريكية.<sup>2</sup>

### المطلب الثالث: تراجع المؤشرات الرئيسية في أسواق الأوراق المالية الدولية

شهدت أسواق الأوراق المالية الدولية تغيرات كبيرة على إثر الأزمة المالية العالمية 2008، ويظهر هذا من خلال مؤشرات تلك الأسواق أو مؤشرات المؤسسات المالية والاقتصادية العاملة في هذه الأسواق وهذه المؤشرات تعمل على تتبع حركة وتغير الأسهم والسندات المتداولة في البورصة والتي تطرحها المؤسسات المالية والبنوك، ومن أهمها مؤشر داو جونز وناسداك ونيكاي، كما أن مؤشرات البورصة تقيس وتحدد التغيرات في أسواق الأوراق المالية بشكل آني ومستمر.

إن التدهور الحاصل في الأسواق الدولية وخاصة الأمريكية منها والأوروبية راجع لسبب

رئيسي وهو انخفاض المؤشرات الرئيسية في هذه الأسواق التي تعبر عن وضعية المؤسسات والشركات وأرباحها، ومن الآثار المباشرة للأزمة المالية العالمية 2008 إفلاس وانهيار العديد من المؤسسات المالية والبنوك التي تمثل عصب النظام المالي وبالتالي تردي الوضعية المالية لها وهو ما يؤدي إلى انخفاض القيمة الاسمية لأصولها المالية المتداولة في البورصة، إن كل هذه الأسباب

<sup>1</sup> بن ثابت علال، مرجع سابق، ص: 157.

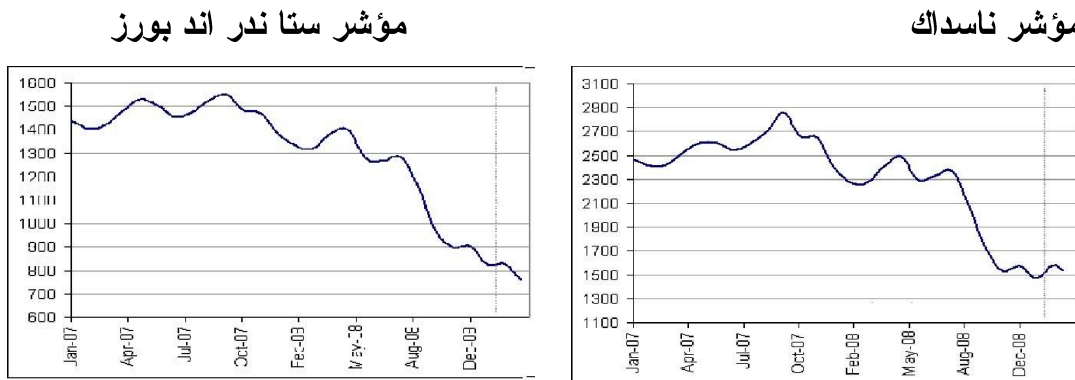
<sup>2</sup> حازم الببلاوي، الأزمة المالية العالمية الحالية " محاولة للفهم "، مرجع سابق.

ذهبت بمؤشرات هذه المؤسسات والبنوك إلى الانخفاض والتدهور مما حال إلى تدهور في أسواق الأوراق المالية الدولية.

وفي أول تداعيات للازمة المالية العالمية 2008 على البورصة الأمريكية هبط مؤشر داو جونز الصناعي لأسهم الشركات الأمريكية الكبرى في اليوم التالي للازمة بمقدار 679 نقطة أي بما يعادل 7.3 % ليصل المؤشر عند الإغلاق إلى 8579 نقطة بدلا من 9285 وانخفض مؤشر ستاندر أند بورز 500 إلى 75 نقطة أي بنسبة 7.6 % مسجلا 909.9 نقطة بدلا من 984.9، وانخفض مؤشر ناسداك المركب الذي تغلب عليه أسهم شركات التكنولوجيا 95.2 نقطة أي بنسبة 5.47 % منخفضا من 1740.2 إلى 1645 . وفي يوم 22 سبتمبر 2008 تعرضت البورصة الأمريكية لأكبر خسارة لها على مدى ثلاث سنوات حيث تراجع مؤشر ستاندر أند بورز بنسبة 8.79 % وفقد مؤشر ناسداك 9.14 %، غير أنها عادت إلى الارتفاع مرة أخرى في اليوم التالي مباشرة وسط تنبؤ بسرعة تمرير خطة الإنقاذ المالي بالكونغرس الأمريكي فارتفع مؤشر داو جونز الصناعي 485 نقطة أي بنحو 4.68 % وارتفع مؤشر ستاندر أند بورز بنسبة 5.27 %، كما ارتفع مؤشر ناسداك بنسبة 4.97 %<sup>1</sup> وهو ما سوف يوضحه الرسم البياني الموالي:

الشكل رقم ( 21): تحركات بعض مؤشرات البورصة الأمريكية خلال الفترة 2007 /

2008



<sup>1</sup> إبراهيم عبد العزيز النجار، مرجع سابق، ص ص: 72، 73.

المصدر: الأزمة المالية العالمية وتأثيرها على الاقتصاد المصري، الموقع الإلكتروني:

http://kno1.google.com/k , le : 27/11/2011, 22 :15 .

كما تدهورت أسواق الأوراق المالية الأوروبية متأثرة بالأزمة المالية العالمية 2008 على غرار البورصة الأمريكية بسبب الترابط المالي القوي بين الأسواق الدولية إضافة إلى عولمة العمليات المالية فضلاً عن توافر المستثمرين العالميين، من جهة أخرى تفسر هذه العوامل عالمية الأزمة المالية العالمية 2008 وانتقال صدها إلى معظم البورصات الدولية، " فتأثرت بورصة لندن بسبب الأزمة المالية الأمريكية وانخفض مؤشر البورصة الرئيسي FTSE 100 Stock Index من 5700 إلى 4200 " <sup>1</sup>.

كان سقوط بورصة لندن أكبر انخفاض نقاط في التاريخ وأكبر انخفاض بالنسبة المئوية منذ انهيار سوق الأسهم عام 1987 فانخفضت أسعار الأسهم المكونة لمؤشر فاينانشال تايمز 100 بواقع 391 نقطة وهو ما يقارب 8 % يوم الاثنين 15 سبتمبر 2008 وسط الاضطرابات المالية المكثفة التي تجتاح الأسواق، وقد انعكس ذلك بسبب الانخفاضات الحادة في باريس وفرانكفورت ونيويورك <sup>2</sup>.

نلاحظ في الشكل الموالي حدوث اضطرابات فبدأ المؤشر في الانخفاض منذ شهر أوت 2008 إلى حوالي 4200 نقطة ليواصل المؤشر الانخفاض حتى نهاية العام، مقارنة المستويات التي حققها المؤشر من عام 2007 حيث نلاحظ تغير المؤشر في مستويات شبه مستقرة وذلك في حدود معينة.

**الشكل رقم (22): تغير مؤشر بورصة لندن خلال الفترة 2007/ 2008**

<sup>1</sup> الأزمة المالية العالمية وتأثيرها على الاقتصاد المصري، الموقع الإلكتروني:

http://kno1.google.com/k , le : 27/11/2011, 22 :15

<sup>2</sup> Robert Winnett, Financial crisis: London stock exchange suffers worst fall in history:

http://www.telegraph.co.uk/finance/financialcrisis/3147764/Financial-crisis-London-stock-exchange-suffers-worst-fall-in-history.html , le: 15/08/2011, 12:55.



المصدر: الأزمة المالية العالمية وتأثيرها على الاقتصاد المصري، الموقع الإلكتروني:

<http://knol.google.com/k> , le : 27/11/2011, 22 :15

حدث تراجع في العديد من أسواق الأوراق المالية الأوروبية الكبرى ويمكن الاستدلال على هذا من خلال مؤشرات البورصات التي تعبر عن قيم أسهم الشركات والمؤسسات، " فتأثرت البورصة الألمانية بالأزمة المالية وقد هوى مؤشر ها DAX Stock Index ليسجل 4500 نقطة بعدما كان 6500 نقطة. ولقد تأثرت البورصة الفرنسية بالأزمة المالية فانخفض مؤشر البورصة CAC 40 Stock ليسجل 3000 نقطة بعد ما كان 4700 نقطة، أما البورصة اليابانية فقد هوت أيضا متأثرة بالأزمة المالية على غرار البورصات العالمية الأخرى فقد هوى مؤشر البورصة اليابانية من نقطة 13000 إلى نقطة 7800 ، وكانت تغيرات المؤشرات في الفترة من شهر جانفي 2007 إلى شهر ديسمبر من عام 2008 <sup>1</sup>، وهو ما يظهر في الشكل البياني التالي:

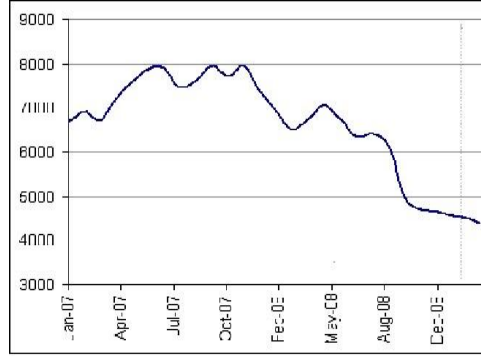
الشكل رقم (23): تغير مؤشرات البورصات الأوروبية واليابانية خلال الفترة 2008/2007

مؤشر البورصة الفرنسية

مؤشر البورصة الألمانية

<sup>1</sup> الأزمة المالية العالمية وتأثيرها على الاقتصاد المصري، الموقع الإلكتروني:

<http://knol.google.com/k> , le : 27/11/2011, 22 :15 .



مؤشر البورصة اليابانية

المصدر: الأزمة المالية العالمية وتأثيرها على الاقتصاد المصري، الموقع الإلكتروني:

<http://knol.google.com/k> , le : 27/11/2011, 22 :15

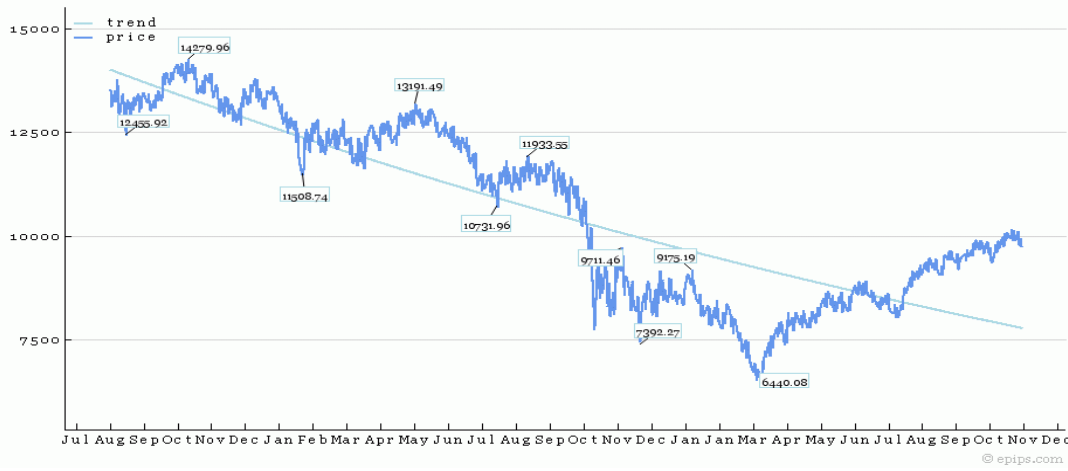
بدأت حركة أسواق الأوراق المالية الدولية في التعافي بعد مارس 2009 بعد الانهيار الذي أصابها، إذ انخفض مؤشر داو جونز الصناعي من أعلى مستوياته على الإطلاق عند 14279 في 11 أكتوبر 2007 إلى أدنى مستوى في 6440 من يوم 9 مارس 2009، بانخفاض 54.9 % من القيمة الاسمية.<sup>1</sup>

حيث يوضح الرسم البياني الموالي حركة هذا المؤشر باعتباره المؤشر الرئيسي ويضم الشركات الصناعية الكبرى إذ بلغ ذروته في أكتوبر 2007 عند 14279.96 نقطة نلاحظ من خلال الرسم حركة المؤشر ارتفاعا وانخفاضا عند مستويات متقاربة ودون فروق كبيرة، وفي شهر أكتوبر 2008 هبط المؤشر إلى أدنى مستوى له حيث بلغ إلى حوالي 9711.46 نقطة ويواصل المؤشر انخفاضه إلى أن وصل في شهر ديسمبر من نفس السنة حوالي 7392.27 نقطة، وفي ظل

<sup>1</sup> <http://www.epips.com/djia/2007-2009-financial-crisis.html>, le 27/11/2011, 22 :30.

الجهود المبذولة من قبل الحكومات للتقليل والتحكم في آثار هذه الأزمة وخطط الإنقاذ المتبعة بدأت حركة المؤشر ترتفع بحلول عام 2009 حيث وصل إلى 9175.19 نقطة في شهر فيفري إلا أن هذا الانتعاش لم يستمر فعاود الانخفاض مرة أخرى في شهر مارس إلى 6440.08 نقطة، وبعدها بدأ المؤشر بالارتفاع التدريجي في باقي أشهر السنة، وهذا دلالة على عودة أسواق الأوراق المالية إلى طبيعتها وتعافيتها من تداعيات الأزمة.

الشكل رقم (24): تغير مؤشر داو جونز في الفترة ما بين 2007 / 2009



المصدر: <http://www.epips.com/djia/2007-2009-financial-crisis.html>

Le : 27 / 11 / 2011, 22 : 30.

إن هذا الانخفاض جاء بسبب حالة السعر في جميع أنحاء العالم نتيجة عدم وجود أساس لارتفاع أسعار أسهم الشركات التي كانت متأثرة بالأزمة ، وبدأ طرحها على نطاق واسع وكان هذا في جميع أنحاء العالم، حيث انخفض مؤشر فاينانشال تايمز 100 البريطاني بنسبة 2.93 % انخفض مؤشر نيكاي الياباني بنسبة 3.71 %<sup>1</sup>.

وتشير الكثير من التقارير عن تعافى أسواق الأوراق المالية الدولية ويظهر من خلال ارتفاع مؤشراتها والتي من أهمها مؤشر داو جونز الذي تجاوز 12000 نقطة في معظم النصف الأول من عام 2011 . " إلا أنه تم تسجيل هبوط الأسهم الأمريكية في بورصة وول ستريت يوم الثلاثاء

<sup>1</sup> Vasily Koltashov , The crisis of the global economy:

<http://links.org.au/node/517> le 05/12/2011, 10:33.

23 نوفمبر 2011 بعد أن عدلت وزارة التجارة الأمريكية بيانات النمو الاقتصادي خلال الربع الثالث من هذا العام ، حيث ذكرت أن الاقتصاد سجل نموا بمعدل 2% من إجمالي الناتج المحلي مقارنة بالفترة نفسها من العام الماضي، وكانت التقديرات السابقة تشير إلى نمو الاقتصاد خلال الربع الثالث من العام الحالي بمعدل 2.5 % . وعلى هذا فقد مؤشر داو جونز الصناعي 53.59 نقطة أو 0.46 % ليصل إلى 11493.72 نقطة كما تراجع مؤشر ستاندر د اند بورز 500 بمقدار 4.94 نقطة أو 0.41 % ليصل إلى 1188.04 نقطة، وهبط مؤشر ناسداك المجمع لأسهم التكنولوجيا بمقدار 1.86 نقطة أو 0.07 % ليصل إلى 2521.28 نقطة. وفي أسواق العملة تراجع الدولار أمام اليورو ليسجل 74.01 يورو مقابل 74.15 عند الإغلاق يوم الاثنين، فيما ارتفع الدولار أمام العملة اليابانية مسجلا 76.99 ين مقابل 76.92 ين<sup>1</sup> . أغلقت الأسهم الأمريكية مستقرة يوم 2 ديسمبر 2011، لكنها سجلت أفضل أسبوع من المكاسب في ثلاثة أعوام تقريبا، بعد بيانات أظهرت أن معدل البطالة في الولايات المتحدة هبط إلى أدنى مستوى له في عامين ونصف العام. وتراجعت السوق عن معظم مكاسبها التي سجلتها في وقت سابق من الجلسة والتي بلغت 1% مع إقبال المتعاملين على البيع لجني الأرباح، وأنهى مؤشر داو جونز جلسة التعاملات في بورصة وول ستريت منخفضا 0.61 نقطة أو 0.01 % إلى 12019.42 نقطة، بينما تراجع مؤشر ستاندر اند بورز 500 0.30 نقطة أو 0.02 % ليغلق على 1244.28 نقطة. وأغلق مؤشر ناسداك المجمع مرتفعا 0.73 نقطة أو 0.03 % عند 2626.93 نقطة وتنتهي المؤشرات الثلاثة الأسبوع على مكاسب قوية مع صعود داو جونز 7 % وستاندر د اند بورز 7.4 % وناسداك 7.6 %<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> تراجع مؤشرات الأسهم الأمريكية، الموقع الإلكتروني:

<http://www.tahrironline.net/Pages/NewsDetails.aspx?NewsID=46974> , le 05/12/2011, 11 :10.

<sup>2</sup> الأسهم الأمريكية تسجل أفضل أداء أسبوعي منذ 2009، بورصة نيويورك " رويترز " ، الموقع الإلكتروني:

<http://www1.youm7.com/News.asp?NewsID=545936&SecID=297> , le : 06/12/2011, 11:15



### خلاصة الفصل:

إن التطور الكبير الذي مس القطاع المالي وبالتحديد أسواق الأوراق المالية الدولية، جعل منها أكبر المراكز المالية في العالم ومن أهمها أسواق الأوراق المالية الأمريكية التي تعتبر السوق الرئيسي في العالم، إضافة إلى أسواق الأوراق المالية الأوروبية واليابانية، ورغم هذا التطور إلا أنها تعاني من أزمات عديدة وعلى العموم يمكن حصر أهم ما تم التوصل له في هذا الفصل في الآتي:

- إن الأزمات المالية تعبر عن اضطراب أو خلل في أحد أو كل المتغيرات المالية، حيث تمس أسواق الأوراق المالية وتحدث بصورة مفاجئة نتيجة ضعف الثقة أو فقدانها في النظام المالي أو في أحد مكوناته أو لأسباب أخرى تؤدي إلى عدم الاستقرار في النظام المالي كما يمكن أن تحدث تدهور في قيمة العملة.

- إن أسواق الأوراق المالية الدولية خاصة في الدول المتقدمة تعتبر من أهم المراكز المالية الرئيسية في العالم، حيث تتميز بدرجة عالية من التقدم التكنولوجي واستعمال التقنيات الاتصال الحديثة في التعامل فضلا عن حرصها على مواكبة التطور الحاصل وحركة التجديد والابتكار المستمرة في مجال الأدوات المتداولة أو كيفية التعامل، إلا أن عولمة الأسواق المالية وتربطها، جعلتها عرضة للتأثر بالاضطرابات التي قد تصيب أحد هذه الأسواق وانتقال عدوى الأزمات إليها.

-شهد العالم العديد من الأزمات المالية، وأدى جلها إلى انهيار البورصات والأسواق المالية العالمية، بفعل انتشارها على مستوى العالم لتصبح أزمة مالية عالمية، نتيجة الأثر الكبير الذي أحدثته العولمة، ومن أهم أزمات العولمة المالية " الأزمة المالية العالمية 2008 " التي ظهرت في سوق الرهن العقاري الأمريكي وامتدت إلى باقي القطاعات، وانتشرت على مستوى دول العالم.

- أدت الأزمة المالية العالمية 2008 إلى إفلاس العديد من البنوك والمؤسسات المالية العالمية الأمر الذي تسبب في انخفاض قيمة أصول المالية المتداولة في البورصة وبالتالي تدهور وتراجع مؤشرات البورصات الرئيسية وإلحاق خسائر كبيرة بها.

